全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ微信：958218088 期货开户和书籍下载请上 http://www.7help.net

HZ BOOKS 华章经管

McGraw Hill

入选《商业周刊》年度十大畅销书
有史以来最好的十大投资著作



股市长线法宝

Stocks for the Long Run 4th Edition

（原书第4版）

华章经典·金融投资

长线投资圣经

JEREMY J. SIEGEL

〔美〕 杰里米 J. 西格尔 著

范霁瑶 译

Jeremy J. Siegel



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何
88 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





股市长线法宝

Stocks for the Long Run 4th Edition

（原书第4版）

华章经典·金融投资

JEREMY J. SIEGEL

J. 西格尔 著
范霁瑶 译


机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户



Jeremy J. Siegel. Stocks for the Long Run
ISBN 0-07-149470-0

Copyright © 2008，2002，1998，1994 by Jeremy J. Siegel.

Original language published by The McGraw-Hill Companies, Inc. No part of this publication may be reproduced or distributed in any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

Simplified Chinese translation edition jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) Co. and China Machine Press.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和美国麦格劳－希尔教育(亚洲)出版公司合作出版。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

本书封底贴有McGraw-Hill公司防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问 北京市展达律师事务所

图书在版编目（CIP）数据

股市长线法宝（珍藏版）（原书第4版）/（美）西格尔（Siegel, J.J.）著；范霁瑶译. —北京：机械工业出版社，2011.9

书名原文：Stocks For the Long Run

ISBN 978-7-111-35883-1

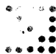
Ⅰ. 股… Ⅱ. ① 西… ② 范… Ⅲ. 股票投资－基本知识 Ⅳ. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2011）第189180号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）
责任编辑：胡智辉　　版式设计：刘永青
北京瑞德印刷有限公司印刷
2012年1月第1版第1次印刷
170mm×242mm · 21.5印张
标准书号：ISBN 978-7-111-35883-1
定价：48.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：(010) 68995261，88361066
购书热线：(010) 68326294，88379649，68995259
投稿热线：(010) 88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



推荐序
Foreword

一些人认为统计数据的过程非常烦琐，另一些人将其视为一项挑战，杰里米·西格尔则把这个过程转变成了一种艺术形式。看完这本书，你就会对西格尔教授在论述他的长期股票投资理论时显示出的广阔的眼界、清晰的思路和极大的远见深感钦佩。

当然，除了题目中所提到的那些内容，你还将从这本书里学到一系列经济学理论，了解资本市场和美国经济的悠久历史。通过从历史中寻找经验从而使投资效率最大化，西格尔教授赋予了那些无趣的数据以生命力和在其他状态下从来不曾有过的重要意义。而且，他还勇敢地挑战历史上那些可能与他的论点相冲突的案例以及一些突发状况，包括市场失控的20世纪90年代。

在第4版中，杰里米·西格尔继续用他轻快而令人印象深刻的方式创造出了一些具有重要意义的词汇，这些词汇能够指导读者如何在股票市场上找到最佳的投资机会。第4版新增的关于行为金融学、经济全球化和交易型开放式指数基金（ETF）的描述站在一个崭新的视角来重新定位资本市场的重大变化，极大地丰富了原有的论据。西格尔对全书进行校订以后，又在第4版中增加了一些十分有价值的事实材料和有力的新论据来支持其股票长期投资的观点。无论你是一个刚刚入门的投资者还是一个经验丰富的投资顾问，都能从本书中学到很多知识。

杰里米·西格尔从来就不是一个羞于表达自己观点的人，新版里的论述更是表现了他一如既往的勇敢姿态。这本书最鲜明的特点是，他认为利好消息固然可以让投资者获利，但上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的某些坏消息也不见得就会损害投资者的利益。经济全球化使得股票平均市盈率[⊖]高于过去，但是市盈率升高有好也有坏，因为它可能意味着未来的平均回报率低于过去。

我并不打算进一步阐述这个观点，但是在过去的经济环境下——无论是繁荣还是萧条——已经出现过了相似的例子。历史上一位伟大的学者宣称：长期投资在任何一种经济环境下都是不现实的，因为我们没有能力预测遥远的未来——这个未来可能是20年或者更长的时间——所发生的事情，也不知道这些事会对市盈率产生何种影响。

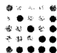
这一点都没有关系，因为西格尔教授对未来股市最有价值的贡献不仅仅在于他对高市盈率和低回报率的看似矛盾的论点。他说："尽管未来回报率可能比过去低，但是仍然存在强有力的证据让我们相信，对于所有追求经济平稳和长期利益的投资者而言，股票还是最好的投资方式。"

"强有力的证据"只是一个保守的陈述而已。如果整个资本体系保持稳定，那么长期股票投资所获得的风险溢价就不会发生变化。在资本主义体系中，长期债券的风头不能也不应该盖过股票。债券是在法律上可以强制执行的合同，而股票却存在风险——股票就是一种风险投资，它要求投资者对未来市场走势非常有信心。因此，股票并不是天生就优于债券，但它的高回报率可以在一定程度上弥补其高风险。如果债券长期预期回报率高于股票的长期预期回报率，那么我们就可以完全确定资产价格，也就不存在风险产生收益一说了。但这种情况不可能持续很久，所以股票"对于那些追求稳定的长期收益的投资者来说，必须是最好的投资方式"，否则我们的经济体系就会瞬间崩溃，甚至不给我们任何的缓冲期。

彼得·伯恩斯坦

⊖ 市盈率指在一个考察期（通常为12个月）内，股票价格和每股收益的比例。投资者通常利用该比值衡量某股票的投资价值，或者用该指标在不同公司的股票之间进行比较。市盈率通常用来作为比较不同价格的股票是否被高估或者低估的指标。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前 言
Preface

我写《股市长线法宝》第1版时，有两个目标：一是对过去两个世纪以来各种主要金融资产收益情况做一个系统分析；二是为长期资产组合收益增长最大化提供一些建议和策略。我的研究显示：长期来看，股票的回报率不仅大大超过了其他所有金融资产的回报率，而且当我们把通货膨胀因素考虑在内时，股票甚至比债券更安全，也更具有可预测性。由此，我得出的结论是：**股票显然是那些追求长期收益的投资者的最佳选择。**

我对本书的主要论点得到了极大的认同而感到自豪，甚至有些飘飘然了。自从1994年第1版问世以来，我已经在美国和其他国家就市场和经济理论这个话题做了上百场演讲。我仔细听取了听众们提出的问题，回复了许多读者的来信、电话和电子邮件，并把这些回复稍做整理后加入到第4版中，极大地丰富了其中的材料和资讯。

第4版中的新材料

第4版不仅更新了第3版中的所有数据，还介绍了关于“哪种股票在长期内会有突出表现”、“21世纪中期，世界产出和股票价值的分布将发生什么变化”等问题。另外，我还专门新增了一章来介绍标准普尔500指数（至2007年3月，这个流行的指数就问世50周年了）中样本公司的历史。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本书第4版重复出现的主题是“增长并不意味着收益”。这个原理适用于某只股票、某个产业甚至某个国家。我在正文中将向读者介绍标准普尔500指数中那些股利收益高而市盈率低的股票。事实证明，实体经济的增长并不能决定回报率的高低。因此，从长期投资的角度来看，价值型股票要优于成长型股票，这种现象也在过去的诸多金融文献中得到证实。

我在本书2002年版的前言中写道：“尽管我依然认为资本加权型指数应该占据每个投资者资产组合的核心地位，但如标准普尔500指数这类指数尽管存在可能减少未来回报率的溢价，但它开始变得十分流行，甚至挤入了常用股票指数的行列。”

进一步的研究也证明了这种趋势。介绍标准普尔500指数中样本公司历史的一章显示出：这一指数中新纳入公司的股票回报率一般都比1957年原始公司的股票回报率低。在第4版中，我引入了“喧嚣市场假说”[⊖]，这是对解释为什么价值型股票比成长型股票表现出色的“有效市场假说”[⊜]的一个补充。在第20章里，为了分析价值溢出，我还将基本加权型指数与资本加权型指数做了一个详细比较。

如今所有关于股票的分析都牵涉到国际市场。所以在这一版中，我极大地丰富了关于全球市场的资料，详细描述了发展中国家在缓解即将波及美国、欧洲、日本市场的老龄化危机方面发挥的作用。我相信到21世纪中期，亚洲和其他发展中国家在世界经济和资本市场中的重要性就会凸显出来。而美国却不得不面临一个残酷的选择——要么允许外国资本流入，要么承受股票未来极低的资产回报率和一个更为严重的老龄化社会问题。

所有这些现实都让全球股票投资在制定一个综合性的投资策略中起到十分关

⊖ 作者定义的“喧嚣市场假说”认为，价格会受到投机者与动量交易者的影响，同时还会受到内幕知情者与经常为多样化、流动性与税务等这些与公司基本价值不相关的原因而购买或出售股票的机构的影响。换句话说，股票价格会受到临时性打击，使其真实价值变得模糊，作者将之称为“噪音”。这些临时性打击可能会持续几天或好几年，它们的不可预见性使设计一个能够始终产生较高收益的交易策略变得很有难度。——译者注

⊜ 如果市场有效，则所有关于资产的公开信息将瞬间反映在价格上。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

键的作用。本书在论述全球经济的一章中就提到：尽管各国的资本回报率在短期内的相互影响作用加大，但是全球分散化投资依然是目前投资策略考虑的重点。毫无疑问，在未来的时间里，美国之外的世界股票资本比重将大幅增加。

第4版还重新评估了前三个版本中的研究结果，如日历异常现象（一月效应）、美国联邦利率的变化对股票市场的影响、预测未来市场回报率时投资者心态的重要性等论题，都在这个版本中得到了进一步的研究。考虑的重点是从1994年第1版出版以来，这些因素是否发生了系统性的改变。

我从上述研究中发现了一些令人吃惊的结果：一些日历异常现象仍然存在，而一些已经消失。比如，尽管联邦利率的下降仍然对股票价格有即时影响，但却不存在以前经济学家所预测的那种中期影响了。其他重新研究的问题还包括股票估价和衡量经济增长的“戈登模型”⊖；交易型开放式指数基金（ETF）相对于共同基金不断增长的优势；动量投资以及为什么许多熊市中关于股利收益增长和公司利润的历史证据都是不正确的。

结论

自从第1版问世以来，资本市场发生了几件大事。在科技股泡沫破灭导致股市进入一个大熊市以后，美国股市200年历史上最大的牛市终结于2000年；“9·11”恐怖袭击导致美国股票交易所闭市4天，是自从大萧条以后闭市最长的一次。

然而，那些曾被认为反复无常而且很容易在困难时期放弃股市的公众却坚守着自己的股票。比起过去经济不景气的时候，现在很少有股民会在熊市的尾期割肉出局。而且有调查显示，大部分公众仍然相信股票是最佳的长期投资方式。如果前几个版本的《股市长线法宝》对投资者这种新的投资策略产生了一点点影响，

⊖ 该模型认为，用投资者的必要收益率折现股票的必要现金股利，可以计算出股票的理论价格。——译者注

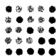
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我就非常满意了。

但是不管怎样，那些成功的投资者肯定是在付出了极大的耐心以后才获得成功的。1937年，凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中说道：“基于长期预期基础上的投资在如今根本就难以付诸实践。”70多年后，尽管长期投资仍然与以前一样有很大难度，但是在不断发展的全球经济背景下，我们坚信股票对于那些追求长期利益的投资者来说依然是最好的投资选择。

杰里米·西格尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



致 谢
Acknowledgments

对于所有对本书提出赞扬并鼓励我对以前版本进行修订的组织和个人，我绝对是没有办法一一感谢的。许多在前三版中向我提供数据的朋友也十分愿意继续向我提供帮助，包括先锋投资集团、摩根士丹利、史密瑟斯咨询机构以及《蓝筹经济指标》（*Blue Chip Economic Indicators*）的编辑Randell Moore。

本书第3版和《投资者的未来》一书的最主要的工作伙伴Jeremy Schwartz也为第4版的修订提供了许多无价的帮助。一年多前，尽管他的新事业需要投入很大的精力，但他仍旧和我一起勾勒出了新版本的概要，因此这个版本的成功与他的参与密不可分。另外，与前几个版本一样，如果没有沃顿商学院同学的帮忙，我的书也不可能进展如此顺利。我特别要感谢Winston Liu、Peter Yi Wang、Antony Massaro和Adam Freeman。在手稿的最后阶段，特别是Adam Freeman提供了十分重要的支持，没有他的精心研究成果，这本书就不可能在预定的时间内完成。

我还要特别感谢来自于数十家金融公司如美林证券、摩根士丹利等的几千名金融投资顾问，他们在许多研讨会和公开讨论会上对本书的前几个版本提出了中肯的反馈意见。作为智慧树投资公司（Wisdom Tree Investments）的高级投资策略顾问，我在吸取了上述意见和建议以后，能够更好地阐述本书想要表达的观点。

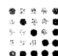
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我还要再一次感谢彼得·伯恩斯坦先生为第4版写的推荐序，我从他本人撰写的关于投资历史和实践的畅销书里获得了清晰的思路。

一本书从手稿变成正式的书籍离不开编辑的帮助，这次麦格劳-希尔国际出版公司的编辑Leah Spiro从本书前几个版本的编辑Jeffrey Krames那里接过了这项任务，熟练而充满热情地完成了她的工作，我对此表示由衷的感谢。她不仅对书中的资料逐一进行了审核，还不断鼓励我，使我在最后期限内按时完成了写作任务。另外，在第4版出版过程中，编辑助理Jane Palmieri也给了我很大的帮助。

同以前一样，家庭的支持也是我完成本书的极大动力。如今我的儿子已经长大成人，并搬出去独立生活了。我的妻子艾伦把她所有的时间都花在了陪我一起完成这本书上，是她说服我安排好暑期计划，我才能在本学年开学和一系列讲座开始之前完成了第一稿。这个体贴的建议让我能够在开始写作最后一稿之前有一周的时间在苏格兰岛上度假。希望我的努力能够让我和我的家庭在将来有更多的时间在一起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录
Contents

推荐序
前言
致谢

第一部分
历史的判断

第1章 1802年以来的股票和债券回报率 / 2
“每个人都应该成为富翁” / 2
1802年以来的金融市场回报率 / 4
债券的长期业绩 / 6
金本位制的终结和物价稳定机制 / 7
实际总体回报率 / 9
回报率的诠释 / 10
固定收益资产的实际回报率 / 12
固定收益资产回报率的下降 / 14
股票溢价 / 15
各国股票和债券回报率：世界长期股票市场 / 16
小结 / 18
附录1A 1802～1870年的股票 / 19
附录1B 算术平均回报率和几何平均回报率 / 19
第2章 风险、收益和资产配置：为什么长期股票风险小于债券/ 21

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险和收益的衡量 / 21
风险和持有期限/ 22
市场高点时的投资者收益 / 24
风险的衡量标准 / 26
股票和债券回报率的多样联系 / 27
有效边界 / 29
适当的资产配置方式 / 30
通货膨胀指数债券 / 31
小结 / 32
第3章　股票指数：市场代言人 / 33
大盘 / 33
道琼斯工业平均指数 / 34
学会用趋势线预测未来收益 / 37
价值加权指数 / 38
股票指数的回报偏差 / 42
附录3A　道琼斯工业平均指数中12家原始公司的后续情形 / 42
第4章　标准普尔500指数：半个世纪的美国企业史 / 45
标准普尔500指数中的行业兴替 / 46
业绩最佳的公司 / 51
公司的坏消息如何变成投资者的利好消息 / 53
留存下来的业绩最佳股票 / 54
扭转劣势的其他公司 / 55
标准普尔500指数原始样本公司的超常表现 / 56
小结 / 57
第5章　税收对股票和债券回报率的影响：股票的优势 / 58
收入和资本利得的历史税负 / 58
税后总回报率指数 / 60
资本利得税延期缴纳的好处 / 62
通货膨胀和资本利得税 / 62

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有利于股票的税收变化 / 64
税收延期账户对股票和债券的选择 / 65
小结 / 66
附录5A　税则的历史演进 / 66
第6章　股票投资的不同观点：市场变化如何超越历史事实 / 68
股票投资的早期观点 / 70
观点的急剧变化 / 73
大崩盘后关于股票回报率的观点 / 74
大牛市的开始 / 75
过度投机的警示 / 77
牛市的巅峰 / 79
熊市及其后遗症 / 80

第二部分
价值、风格化投资和全球市场

第7章　股票市场价值的来源和衡量方法 / 84
不祥的回报率 / 84
股票中现金流的价值评估 / 86
收益的定义 / 90
收益质量 / 95
收益的向下偏误 / 96
衡量股市价值的历史标准 / 97
小结 / 107
第8章　经济增长对市值的影响以及即将来临的老龄化社会：一位专业投机者的历程 / 108
GDP增长和股票回报率 / 108
经济增长和股票回报率 / 111
促进价值比率增加的因素 / 112

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老龄化冲击 / 116
小结 / 120
第9章 战胜大盘：规模、股利收益和市盈率的重要性 / 122
战胜大盘的股票 / 122
大盘股和小盘股 / 123
估价 / 126
股利收益 / 127
市盈率 / 131
股价与账面值比率 / 133
规模和价值标准的结合 / 134
首次公开发行：新上市的小型成长型公司令人失望的总体回报率 / 136
成长型股票和价值型股票的本质 / 138
对规模和价值作用的解释 / 138
小结 / 140
第10章 全球化投资和中国、印度及新兴市场的崛起 / 141
世界人口、产值和股票资本 / 141
外国市场周期 / 143
全球市场的多样化投资组合 / 147
2050年的世界 / 156
小结 / 159
附录10A 最大的非美国公司 / 159

第三部分
经济环境如何影响股票市场

第11章 金本位制、货币政策和通货膨胀 / 164
货币数量和物价水平 / 165
金本位制 / 167

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联邦储备的建立 / 168
金本位制的终结 / 168
第二次世界大战后货币贬值政策 / 169
金本位制以后的货币政策 / 170
联邦储备体系和货币创造 / 171
美联储如何影响利率 / 172
股票作为规避通货膨胀的套期保值工具 / 174
为什么股票在短期内不能规避通货膨胀风险 / 176
小结 / 180
第12章 股票和经济周期 / 181
谁来测定经济周期 / 183
经济周期转折点时的股票回报率 / 185
抓住经济周期的好时机而获利 / 187
预测经济周期有多难 / 189
小结 / 191
第13章 影响金融市场的世界大事 / 193
导致股市波动的原因 / 195
不确定性与股票市场 / 198
民主党和共和党 / 199
股市和战争 / 202
世界大战 / 203
小结 / 206
第14章 股票、债券和经济数据 / 208
经济数据和市场变化 / 209
市场变化规律 / 209
经济数据中包含的信息 / 210
经济增长和股票价格 / 211
就业报告 / 212
经济报告周期 / 213

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀报告 / 215
通货膨胀对金融市场的影响 / 217
中央银行政策 / 217
小结 / 218

第四部分
短期股市波动

第15章 交易型开放式指数基金、股指期货和期权的出现 / 220
交易型开放式指数基金 / 221
股指期货 / 222
期货市场的基础 / 224
股指套利 / 226
根据全球期货交易系统预测纽约股票交易所的开盘价 / 227
双重魔力时间和三重魔力时间 / 228
保证金和杠杆率 / 229
如何利用ETF或股指期货 / 230
指数化投资的分配策略：ETF、股指期货或
指数共同基金 / 230
股指期权 / 232
指数衍生品的重要性 / 236

第16章 市场波动 / 237
1987年10月股市崩盘 / 239
1987年10月股市崩盘的原因 / 241
断路器机制 / 244
市场波动的特性 / 245
股票波动的历史趋势 / 245
波动率指数 / 248

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近期较低的波动率 / 250
股价重大变化日的分布 / 250
市场波动的经济理论 / 251
股市波动的重要意义 / 253
第17章 技术分析和趋势投资 / 254
技术分析的特性 / 254
技术分析师——查尔斯·道 / 255
股价的随机性 / 255
随机变化股价的模拟 / 257
市场趋势和价格逆转 / 258
移动平均线 / 259
动量投资 / 266
小结 / 267
第18章 日历异常 / 269
季节异常 / 270
一月效应 / 270
高额月度回报率 / 274
九月效应 / 276
其他季节性收益 / 278
一周内工作日效应 / 280
投资者的应对策略 / 281
第19章 行为金融学和投资心理学 / 282
1999～2001年的科技股泡沫 / 283
行为金融学 / 285

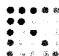
第五部分
通过股票积累财富

第20章 基金业绩、指数化投资和战胜大盘 / 302
股票共同基金业绩 / 303

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻找经验丰富的基金经理人 / 306
基金业绩欠佳的原因 / 308
一知半解的危险 / 309
从消息灵通中获益 / 309
成本如何影响收益 / 310
消极投资的不断增长 / 311
资本加权型指数的陷阱 / 312
基本加权型指数与资本加权型指数 / 313
基本加权型指数投资的历史 / 315
小结 / 317
第21章 构建长期成长型资产组合 / 318
投资实践 / 318
成功投资指南 / 319
计划的执行与投资顾问的作用 / 322
小结 / 323

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一部分
Part1

历史的判断

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

Chapter1

1802年以来的股票和债券回报率



历史是判断未来的唯一方法。

——派屈克·亨利（Patrick Henry），1775年⊖

“每个人都应该成为富翁”

1929年夏天，一位名叫萨缪尔·克劳瑟的记者采访了通用汽车公司高级财务主管约翰·雷克伯，主题是“个人如何通过投资股票来积累财富”。同年8月，克劳瑟在《妇女家庭》（*Ladies' Home Journal*）杂志上一篇题目十分新颖的文章中刊登了雷克伯的观点，文章题目叫做“每个人都应该成为富翁”。

在这次采访中，雷克伯宣称美国正处于工业大发展的开始阶段。他相信如果投资者每月花15美元购买一只优质普通股，可以预期在未来的20年内他的财富将增长到80 000美元。也就是说，年回报率达24%。这样高的回报率是前所未有的，但是在20世纪20年代的大牛市下要想轻而易举地积累这样一大笔财富并不是不可能的。股市的繁荣刺激着数百万投资者把他们的积蓄投入股市以期在短期内迅速获利。

1929年9月3日，也就是在雷克伯的观点发表不久之后，道琼斯工业平均

⊖ 1775年3月23日，在弗吉尼亚州会议上的讲话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数（Dow Jones Industrial Average）达到历史最高的381.17点。7周以后，股票市场迅速崩溃。在接下来的34个月里，股价发生了美国历史上最具破坏力的下跌。

1932年7月8日，当这场灾难最终结束时，道琼斯工业指数仅为41.22点。世界上几家最大的公司的市值难以置信地缩水89%，数百万投资者的毕生积蓄付之东流，成千上万借钱投资股票的投资者无奈宣告破产。至此，美国陷入了历史上最严重的经济萧条期。

在以后的几年中，雷克伯的建议受到了无数冷嘲热讽和强烈抨击。如果谁相信股市只涨不跌或者对股市的巨大风险熟视无睹，那么他就是无知和愚蠢的代表。印第安纳州参议员亚瑟·罗宾逊公开表示，雷克伯应该为他鼓励普通老百姓在股市最高点购买股票而遭受股市崩盘的损失负责任。[㊀]1992年，《福布斯》在它的封面上加印大字标题“大众幻想和群众性疯狂”来告诫投资者不应过高估计股票价值。在一篇股市周期历史回顾的文章中，《福布斯》提出，有些人认为股市是积累财富的安全途径，[㊁]而雷伯克就是这些人中“最激进的典范”。

传统理论认为雷伯克的武断建议就是周期性横扫华尔街的盲目狂热的缩影。然而，这样的判断公平吗?毫无疑问，当然不公平。如果一个投资者在1929年按照雷伯克的建议，每月坚持购买15美元的股票，你会发现用不了4年，他的收益将超过用同样多的钱投资于国库券的收益。1949年，其股票投资组合累积资产将近9 000美元，年回报率为7.86%，比债券年回报率的2倍还要多；30年后他的投资组合的累计资产将超过60 000美元，年回报率达12.72%。尽管这个回报率不像雷伯克预测的那么高，但仍是债券的8倍，国库券的9倍。那些从来不买股票、常引用股市大崩溃来为其保守思想辩白的人，会逐渐发现他们的收益将远远落后于耐心地进行股票投资的投资者。[㊂]

约翰·雷克伯声名狼藉的预测恰恰阐明了华尔街历史上一个重要的主题，即不要在市场高点时盲目乐观，对于一个耐心的投资者来说，最重要

㊀ Irving Fisher, *The Stock Market Crash and After*, New York:Macmillan, 1930, p.xi.

㊁ “The Crazy Things People Say to Rationalize Stock Prices,” *Forbes*, April 27, 1992, p.150.

㊂ 20世纪20年代，雷伯克屈服于那些想要迅速赚钱的投资者的要求，建议他们向别人借入300美元，再加上自己200美元的个人资产，用500美元购买股票。尽管在1929年，这种方法比起逐步把钱投资在股票上的风险要大，但20年以后这种投资的收益也大于国库券投资收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是保证股票投资的累积收益大于其他任何金融资产的收益。即使像1929年这样灾难性的股市大崩盘事件也不能否定股票作为长期投资方式的优势。

1802年以来的金融市场回报率

本章将分析美国及其他国家长期股票和债券收益情况。这两个世纪的历史可以划分为三个阶段。第一个阶段，从1802年到1870年，美国从一个农业社会转变为以工业经济为主体的社会，这可以同当今拉美和亚洲国家的“新兴市场的形成”相类比。㊀第二阶段，从1871年到1925年，美国成为世界政治和经济第一大国。㊁第三阶段，从1926年至今，包括1929～1933年的股市大崩溃、经济大萧条以及第二次世界大战后的通货膨胀。这一阶段的数据被当做衡量历史回报率的标准，㊂学术界和专业基金经理人都对其进行了广泛的研究。图1-1再现了这两个世纪的历史，描述了从1802年到2006年股票、长短期债券、黄金和商品的总回报指数。这里的总回报指的是把所有的回报，例如利息、股利和资本利得等自动地再投资于该资产所产生的累积收益。

从图1-1我们很容易看出股票的总体回报率要优于其他所有资产。即使是让整整一代投资者对股票畏而远之的1929年股灾，在股票回报指数曲线上也仅仅是一个毫不起眼的点。让投资者胆战心惊的熊市在一路上扬的股票总回报率面前也显得那么苍白无力。如果1802年投资者花费1美元购买股票，并保证将投资所得再投资于股票，那么2006年总资产将累积至1 270万美元。投资者可以按照股票市值比例来构建一个投资组合，只要这个组合含有尽可能多

㊀ 本章附录1A有关于早期股票市场的一个简短描述。这个时期的股票价格数据来自于Schwert(1990)，还有我自己加入的股利数据。参见G.William Schwert，1802～1987年美国股票价格指数（Indexes of United States Stock Prices from 1802 to 1987），商业期刊(Journal of Business)，vol. 63（1990年7月），pp. 399～426。

㊁ 这个阶段的股票数据来自于罗伯特·希勒（Robert Shiller）在《市场波动》(*Market Volatility*) 里转载的考列斯指数（Cowles Indexes），剑桥：MIT出版社，1989。考列斯指数是所有纽约证券交易所里交易股票资本加权指数和含息指数。

㊂ 第三阶段的数据来源于证券价格研究中心（CRSP)的纽约证券交易中心资本加权指数和1962年开始的美国纳斯达克股市指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票，那么无论公司在2006年存在与否，投资者都可实现上述回报率。[⊖]

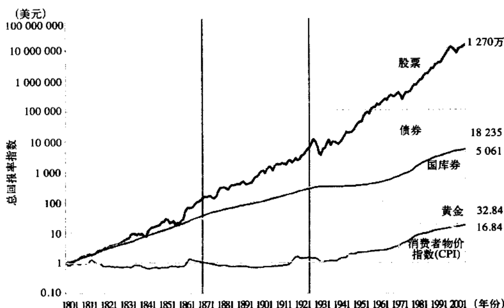


图1-1 名义总回报率指数（1802～2006年12月）

进一步看，以上的分析意味着100万美元经过200年的投资和再投资到2006年年底将会变为超乎人们想象的12.7万亿美元，这几乎是整个美国股票市场资本总额的75%。

按目前的购买力计算，1802年的100万美元大约等于今天的1 684万美元。这个数字对于19世纪早期[⊖]工厂主和土地所有者来说虽然算不上天文数字，但也确实是一大笔财富了。然而，股市总财富或是整个经济体系里的财富的累积速度不可能像总回报指数这么快，因为投资者会消费掉他们大部分的股利和资本利得，充分享受他们过去的积蓄。

对于任何人来说，都不会在长期内只顾着积累财富，而放弃所有的消费。当投资者考虑到退休后的养老金计划或是让继承人受益的人寿保单而积累财

⊖ 用于计算回报率的存活偏差分析将在第20章中讨论。

⊖ 19世纪早期的一位经济学家布洛杰（Blodget）估计当时美国的财富将近2.5万亿美元，所以100万美元大约只相当于总财富的0.04%；S.布洛杰，Jr.（S.Blodget, Jr.），经济前沿，美国统计手册（Economica, A Statistical Manual for the United States of Amercia），1806版，p 68。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富时，这就是不触及本金和所得而持有资产的最长期投资了。即使是其想把财富原封不动保留下去的人，也要考虑到其积累的财富往往会被下一代或者获得这些遗产的基金会挥霍一空[1]。通过一代代人的自制，股市可以把1美元变成数百万美元，但是几乎没有人有这样的耐心进行如此长的等待。

债券的长期业绩

债券是能够和股票竞争的最重要的一种金融资产。债券承诺在一定时期内返还固定数量的货币。与股票不同的是，债券的现金流转以合同形式规定了一个货币价值的上限。除了违约，无论公司盈利与否，债券持有者都会获得一定的收益。

图1-1表示的是可获得的美国国库券的长期和短期债券数据，如果遇到不可获得的情况，那么我们就用最高级的政府债券来代替。为了获得整个时期内的可比性数据，我们剔除了所有利率中的违约风险溢价。[2]

长期和短期债券利率又叫做票面利率，图1-2列出了过去200年以来的债券票面利率。19世纪和20世纪早期票面利率的波动较小，但是从1926年至今，长期和短期债券的利率都处于剧烈波动的状态。在20世纪30年代的大萧条时期，短期债券利率几乎跌到0，长期政府债券利率也跌到有史以来最低的2%。为了弥补战时贷款赤字，政府在第二次世界大战期间和战后早期仍然将债券利率控制在较低水平。由于20世纪50～60年代联邦储备委员会通过向银行业颁布Q条例[3]来严格限制存款利率，因此存款利率也保持在较低水平。

20世纪70年代，利率变化经历了一个前所未有的时期。通货膨胀率达到两位数，利率也上升到自美国成立早期货币贬值以来的最高点。从来没有一次通货膨胀如此严重，持续时间如此之久。

公众要求政府制定法案来缓解物价的飞涨直到1982年，1979年上任的美联储主席保罗·沃克尔（Paul Volcker）采取的紧缩性货币政策才使通货膨胀和利

---

[1] 比尔·盖茨夫妇基金会是世界上最大的基金会之一，其中还有很大一部分沃伦·巴菲特的捐款。该基金会宣布其中所有的钱都必须在他们死后50年内花光。

[2] 参见杰米里·西格尔，“1800～1900年的实际利率：美国和英国的案例”（The Real Rate of Internest from 1800～1990: A Study of the U.S. and the U.K.）《货币经济期刊》（*Journal of Monetary Economics*），vol. 29 (1992), pp. 227～252中计算历史收益数据过程的详细介绍。

[3] Q条例是1933年颁布的规定存款利率和时间上限的《银行业法案》中的一个条款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率降低到了一个较为温和的水平。我们可以看到利率水平与通货膨胀水平是密切相关的，因此要理解固定收益资产回报率，必须了解物价水平的决定因素。

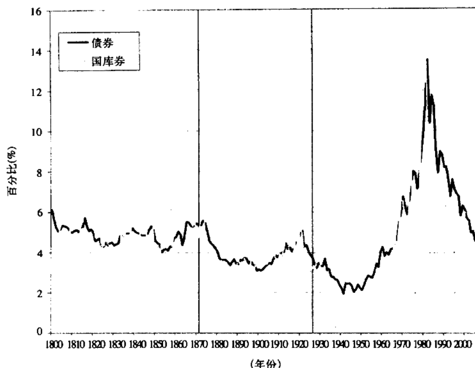


图1-2 美国利率（1800～2006年12月）

金本位制的终结和物价稳定机制

图1-3描述了过去200年来美国和英国的消费者物价指数。两个国家在第二次世界大战末期的价格水平均与150年前相当，但第二次世界大战以后，通货膨胀水平发生了剧烈的变化。在60年的时间里，价格水平几乎持续上涨。虽然通常是渐进式增长，但在20世纪70年代某段时间里却以两位数的速度上涨。除去战时，美国在70年代经历了第一次价格飞涨和持续通货膨胀。

所以，近期通货膨胀趋势的急剧变化就可以很容易解释了。在19世纪和20世纪早期，美国、英国和其他工业化国家都实行金本位制。正如我们将在第11章里详细描述的那样，在金本位制下，政府对货币供应量实行严格控制，从而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也限制了通货膨胀率。但是从第二次世界大战以后的大萧条开始，各国开始实行纸币本位制。在纸币本位制下，对货币发行没有严格的限制，所以通货膨胀受政治经济因素的影响非常严重。物价是否稳定则只取决于中央银行为了平衡货币赤字而限制货币供应量增长的能力和政府对扩张性政策的控制力。

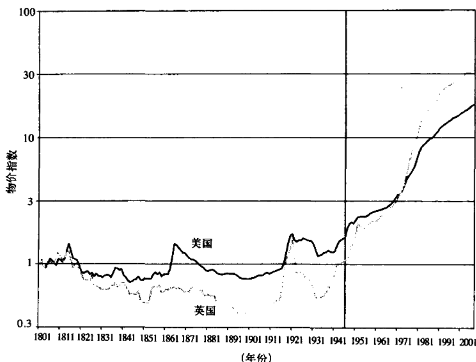


图1-3 美国和英国物价指数（1800～2006年12月）（1800年=1美元）

第二次世界大战后，美国和其他发达国家经历的严重的通货膨胀并不意味着金本位制优于现行的纸币本位制。诸多发达国家之所以放弃金本位制是因为它在经济危机面前缺乏可调性，这在20世纪30年代大量银行业破产中表现得尤其明显。而纸币本位制如果施行得当，就能阻止金本位制下的银行业悲剧和严重的萧条，而且仍然把通货膨胀水平控制在适当的程度，正如我们亲眼目睹的过去20年的情形。

在过去两个世纪里，黄金价格走势与通货膨胀趋势大体一致，这一点也不奇怪。1980年1月，随着史无前例的通货膨胀的出现，黄金价格猛涨到850美元/盎司。当通货膨胀得到控制后，黄金价格随即下降。1802年价值1美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的金条在2006年价值32.84美元。在长时间内，黄金能保护投资者免受通货膨胀的冲击，除此之外，没有其他作用。无论对哪种稀有金属进行套期保值，这些金属都会降低投资者的长期资产组合回报率。㊀

实际总体回报率

每个长期投资者关注的都应该是购买力的增加，因为货币形式的财富会受到通货膨胀的影响。图1-4显示了在图1-1中表示的股票、债券、国库券和黄金的购买力的增长，或者说是总实际回报率。这些数据采用美元回报率计算，并用图1-3显示的价格水平进行了调整。㊁

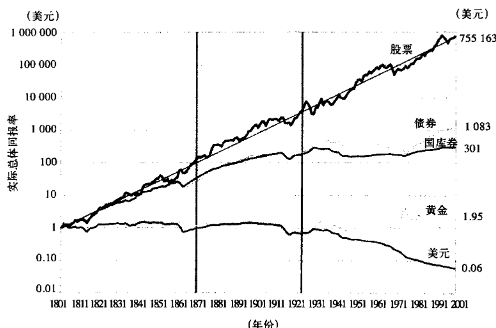


图1-4 实际总体回报率指数（1802～2006年12月）

㊀ 讽刺的是，尽管纸币本位制存在导致通货膨胀的倾向，但在如今的收藏品市场上，19世纪早期纸币的实际价值却是其面值的很多倍，其作为长期投资的价值远远超过了金块。对于一个古董商而言，发现一个装有19世纪纸币的旧床垫会比发现等量的金块更加惊喜。

㊁ 总回报率用比率或者对数的形式表示。经济学家采用这种方法来表示所有的实际长期数据，因为表中的任何一处垂直距离都代表回报率变化的百分比，因此一条连续的斜率就代表连续增长的实际回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票购买力的增长不仅远远高于其他资产，而且长期稳定性也优于其他资产。尽管过去200年来经济、社会和政治环境发生了很大改变，但在所有的主要年份里，股票的实际年均收益率保持在6.6%～7.0%之间。

股票回报率曲线上上下波动的点代表历史上股票市场所经历的牛市和熊市。长远视角可以彻底改变人们对股票风险的看法，那些可能对投资者产生极大影响的股票市场短期波动与股票价值长期内上扬的趋势相比，就显得微不足道了。

与股票回报率极大的稳定性相比，长期以来固定收益资产的实际回报率呈现出持续下降的趋势。在美国历史的第一甚至第二阶段，债券和国库券的年回报率尽管低于股票，但也非常可观。但是自1926年，特别是第二次世界大战以后，固定收益资产在剔除了通货膨胀率之后就没什么收益了。

回报率的诠释

长期回报率

表1-1显示了过去两个世纪以来美国股票的年回报率。[⊖] 阴影区域表示剔除通货膨胀因素以后的以复利计算的股票实际回报率。在过去204年以来，股票实际年均回报率为6.8%，这意味着投资于股票市场的货币购买力平均每10年就能翻一番。如果过去的趋势一直持续下去，即如果每年平均通货膨胀率为2.5%，股票预期实际年均回报率为6.5%，那么股票的名义或货币价值回报率就为9%。

我们应该注意到在所有主要阶段中，股票的实际回报率都表现出了超常的稳定性：1802～1870年稳定在7%左右；1871～1925年大约为6.6%；1926

⊖ 我们通过定量计算长期利率和第二阶段的股利收益率之间的关系估计出了第一阶段的股利收益率。这个收益率与我们从这个阶段关于股利的其他信息得出的收益率相近。关于某些更早时期的股利收益的描述，参见Walter Werner and Steven Smith, *Wall Street*, New York: Columbia University Press, 1991，也可参见William Goetzmann and Phillipe Jorion, "A Longer Look at Dividend Yields," *Journal of Business*, vol.68, no.4(1995), pp.483-508, and William Goetzmann, "Patterns in Three Centuries of Stock Market Prices," *Journal of Business*, vol. 66, no.2(1993), pp.249-270.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表1-1 股票市场年回报率（1802～2006年12月） （%）

		名义总体回报率			名义资本增值			股利收益率	实际总体回报率			实际资本增值			实际黄金回报率	消费者物价指数增长率
		以复利计算的年回报率	算数平均回报率	算数平均回报率的标准差	以复利计算的年回报率	算数平均回报率	算数平均回报率的标准差		以复利计算的年回报率	算数平均回报率	算数平均回报率的标准差	以复利计算的年回报率	算数平均回报率	算数平均回报率的标准差		
时间	1802～2006	**8.3**	9.7	17.5	**2.9**	4.3	17.4	5.1	**6.8**	8.4	18.1	**1.5**	3.0	17.8	**0.3**	**1.4**
	1871～2006	**8.9**	10.5	18.5	**4.2**	5.8	18.3	4.5	**6.7**	8.4	18.8	**2.1**	3.9	18.5	**0.4**	**2.0**
主要阶段	I 1802～1870	**7.1**	8.1	15.5	**0.3**	1.3	15.4	6.4	**7.0**	8.3	16.9	**0.1**	1.4	16.4	**0.2**	**0.1**
	II 1871～1925	**7.2**	8.4	15.7	**1.9**	3.1	16.1	5.2	**6.6**	7.9	16.8	**1.3**	2.7	17.1	**−0.8**	**0.6**
	III 1926～2006	**10.1**	12.0	20.1	**5.8**	7.7	19.5	4.0	**6.8**	8.8	20.1	**2.7**	4.6	19.5	**1.2**	**3.0**
战后各阶段	1946～2006	**11.2**	12.5	16.9	**7.4**	8.6	16.3	3.6	**6.9**	8.4	17.4	**3.2**	4.6	16.8	**0.5**	**4.0**
	1946～1965	**13.1**	14.3	19.5	**8.2**	9.2	18.7	4.6	**10.0**	11.4	18.7	**5.2**	6.5	18.1	**−2.7**	**2.8**
	1966～1981	**6.6**	8.3	17.2	**2.6**	4.3	16.6	3.9	**−0.4**	1.4	17.1	**−4.1**	−2.4	16.7	**8.8**	**7.0**
	1982～1999	**17.3**	18.0	12.5	**13.8**	14.5	12.4	3.1	**13.6**	14.3	12.6	**10.2**	10.9	12.6	**−4.9**	**3.3**
	1985～2006	**12.4**	13.6	15.6	**9.8**	11.0	15.1	2.4	**8.4**	10.3	15.4	**6.6**	7.7	14.9	**0.3**	**3.0**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年至今年均回报率为6.8%。甚至第二次世界大战以后，美国尽管经历了过去200年来不曾有过的通货膨胀，股票的年均实际回报率仍然稳定在6.9%。这与过去没有发生全面通货膨胀的125年里的情形十分相似。这种显著的稳定性叫做股票回报的均值回归（mean reversion），意思是股票回报率可能在短期内产生剧烈波动，但是长期里却能够保持稳定。

我们注意到，股票的实际总体回报率与图1-4显示的过去204年里股票市场数据的统计趋势线非常吻合，从中也可以发现均值回归的现象。当股票实际总体回报率显著高于趋势线——就像19世纪60年代后期和90年代的情形——意味着市场价格可能回落，因此均值回归的力量最终会将总体回报率拉低；相应地，当股票实际总体回报率降到趋势线以下的时候，如19世纪80年代早期，未来的股票回报率则可能上升。

在过去两个世纪里，我们的社会发生了巨大的变化，而在这种变化中，股票回报率却保持了长期的稳定性，这让人难以置信。这些翻天覆地的变化包括：美国从一个农业社会发展为一个工业经济国家，如今开始进入后工业化和服务业、科技导向型社会；世界各国从金本位制转向纸币本位制；那些曾经需要几周才能传遍全国的信息如今瞬间就可以同时传遍世界。尽管对于股票持有者来说，社会基本因素的巨大变化为他们创造了大量财富，但股票回报率仍然保持了惊人的稳定性。

短期回报率及其波动性

1982～1999年的大牛市给投资者带来了13.6%的年均回报率，这个数字是历史水平的两倍，也是美国历史上最大的一次牛市。这段时期内超高的股票回报率刚好弥补了在1966～1981年这15年内的低回报率带给投资者的损失，那时的实际回报率仅为-0.4%。然而，这次牛市将股票市场价格哄抬过高，以至于图1-4中的实际总体回报率最高值比趋势线水平高出了81%。而接下来的熊市和经济复苏则导致股票回报率在2006年年末回归其长期趋势。

固定收益资产的实际回报率

尽管股票长期回报率十分稳定，但对于固定收益资产就不是那么回事了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表1-2反映出了与表1-1同时期的短期和长期债券的名义和实际回报率。国库券的实际回报率在1926年以后就从19世纪早期的5.1%跌落到了0.7%左右，仅比通货膨胀率高一点。

表1-2　固定收益资产回报率（1802～2006年12月）　　（%）

		长期政府债券							短期政府债券			
			名义回报率			实际回报率				实际回报率		
		票面利率	以复利计算的年回报率	算数平均回报率	算数平均回报率的标准差	以复利计算的年回报率	算数平均回报率	算数平均回报率的标准差	名义回报率	以复利计算的年回报率	算数平均回报率	算数平均回报率的标准差
时间	1802～2006	4.8	5.0	5.1	6.2	3.5	3.9	8.8	4.3	2.8	3.0	6.0
	1871～2006	4.7	5.0	5.3	7.4	2.9	3.3	8.9	3.8	1.7	1.8	4.5
主要阶段	Ⅰ 1802～1870	4.9	4.9	4.9	2.8	4.8	5.1	8.3	5.2	5.1	5.4	7.7
	Ⅱ 1871～1925	4.0	4.3	4.4	3.0	3.7	3.9	6.4	3.8	3.2	3.3	4.8
	Ⅲ 1926～2006	5.2	5.5	5.8	9.2	2.4	2.9	10.3	3.8	0.7	0.8	4.0
战后各阶段	1946～2006	6.0	5.7	6.2	10.2	1.6	2.2	10.9	4.7	0.6	0.6	3.2
	1946～1965	3.1	1.6	1.7	7.1	−1.2	−1.0	8.1	2.0	−0.8	−0.7	2.1
	1966～1981	7.2	2.5	2.8	12.0	−4.2	−3.9	12.9	6.9	−0.2	−0.1	2.4
	1982～1999	8.5	12.1	12.9	13.8	8.5	9.3	13.6	6.3	2.9	2.9	1.8
	1985～2006	7.0	10.4	11.0	12.3	7.2	7.7	12.0	4.9	1.7	1.8	2.1

长期债券的实际回报率走势也与国库券类似。从第一阶段的4.8%跌落到第二阶段的3.7%，第三阶段则仅为2.4%。如果未来回报率仍然保持之前80年的水平，想让资产的购买力翻倍，债券需要32年的时间，国库券需要100年，而股票仅需要10年。

固定收益资产回报率的下跌趋势是十分明显的。从1889年开始，短期政府债券在任何一个30年时间内的实际年均回报率达到2%的水平仅有3次。自从19世纪末以来，任意30年内债券和国库券的实际回报率很少能达到最初70年里4.5%～5%的水平。从1880年开始，任意一个30年的期限内长期债券回报率就从未达到过4%，超过3%的情形也仅有22次。

必须回到150年以前，也就是在1831～1861年才能找到任意30年间长期或者短期债券的回报率超过了股票的情形。对于长期投资者来说，股票相对于债券的绝对优势是经得起时间检验的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固定收益资产回报率的下降

股票回报率能够完全补偿第二次世界大战以来通货膨胀带给投资者的损失，但固定收益资产却做不到。货币本位制从金本位制向纸币本位制的转变对固定收益资产回报率的影响远远大于对股票回报率的影响。显然，20世纪40～60年代早期的长期债券投资者都没有认识到货币制度的改变对通货膨胀的影响。除了这个原因，还有什么其他理由可以解释为什么那么多投资者都无视政府为避免通货膨胀却客观上引起通货膨胀的政策，而主动买入票面利率仅为3%和4%的30年期债券？

但是固定收益资产的实际回报率下降肯定还有其他原因。从理论上讲，第二次世界大战后未预期到的通货膨胀对短期固定收益资产如国库券实际回报率的影响应该没有那么大。因为短期利率可以及时改变以适应通货膨胀率的变化。但是，正如前文所述，短期债券实际回报率的下降幅度实际上超过了长期债券。

另一个解释债券回报率下降的原因是投资者对大萧条引起的金融市场混乱的反应。20世纪30年代早期的股票市场崩溃使整整一代投资者对股票心存恐惧，转而把所有资产都投向了政府债券和新发行的有保障的银行存单，从而使债券回报率有所下降。另外，许多投资者买入债券的原因是听信了一个广为流传但是缺乏依据的预期：第二次世界大战后会面临又一次的经济衰退。

但是固定收益资产回报率的下降绝对不仅仅是投资者风险偏好的问题。联邦储备委员会在20世纪40年代的大部分时间都通过积极支持债券市场的发展来使政府利息支出保持较低水平。1951年，政府放弃了这个促进政策，因为该政策导致利率水平与联邦储备委员会保持低通货膨胀率的基本目标相矛盾。

最后，人们不应该忽略这样一个事实：19世纪短期资本市场已经从高度分割的市场转变为如今流动性极大的市场。国库券的信用和合法性是其他资产所不能比拟的，正因为如此，那些为其资产短期稳定性支付了高额价格的投资者从国库券得到的溢价也相对不足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票溢价

无论过去一个世纪里导致固定收益资产实际回报率下降的原因是什么，债券未来的平均回报率都会比第二次世界大战以后更高一些。作为20世纪70年代通货膨胀的结果，债券持有人获得的长期债券息票里明显包含通货膨胀溢价。在大多数主要工业化国家，如果通货膨胀保持现有水平不变（2%～3%），那么名义回报率为4%～5%的政府债券实际回报率能达到2%左右。这个既定的回报率虽然低于过去205年内以复利计算的美国长期政府债券的实际回报率，但并不像第二次世界大战后一个阶段那样低。

图1-5显示出了股票回报率高于短期债券回报率的部分，我们称之为股票风险溢价，或者简称为股票溢价。[⊖] 通过30年期的股票和债券以复利计算的实际年均回报率的差额计算得出的股票溢价在第一阶段的均值为1.4%，第二阶段为3.4%，1926年以后为5.9%。

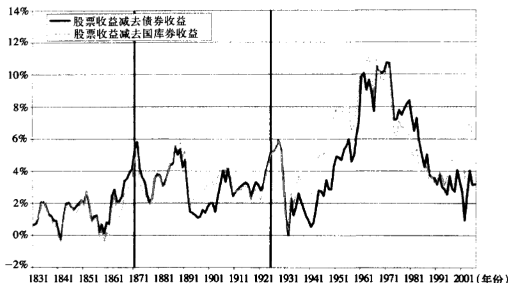


图1-5 股票风险溢价（1831～2006年12月30年期复利移动平均值）

⊖ 关于股票溢价的详细分析，参见Jeremy Siegel and Richard Thaler "The Equity Premium Puzzle," *Journal of Economic Perpectives*, vol.11, no.1 (Winter 1997). pp.191-200, and more recently, "Perspectives on the Equity Risk Premium," *Financial Analysts Journal*, vol. 61, no.1 (November/December 2005), pp. 61-73, reprinted in Rodney N.Sullivan, *Bold Thinking on Investment*, *Management* CFA Institute, 2005, pp. 202-217.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自1926年以来，不正常的高股票溢价是不稳定的。为期30年的平均股票回报率的最高点恰好位于债券实际回报率非常低的时期，这不是巧合。由于公司资本投资的主要融资方式是发行债券，那么低成本获得这些资金就能增加持股者的收益。20世纪30年代和40年代是股票价值被低估而政府债券被高估的时期，这导致股票回报率不正常的偏高，而债券回报率则偏低。当股票和债券价格都趋于正常时，股票溢价就会缩水。第8章我们将会进一步讨论股票溢价和其对未来回报率的启示。

各国股票和债券回报率：世界长期股票市场

当本书1994年第一次出版时，一些经济学家对我的结论提出了质疑，他们认为那些根据美国的数据得出的结论如果用来衡量世界情形的话，可能会夸大股票的回报率。

几位经济学家着重研究了世界股票市场上存活偏差（survivorship bias）的存在性问题，他们认为产生这个误差的原因是，长久以来学者对长期回报率的研究都集中于成功的股票市场如美国，但却忽略了如俄罗斯或是阿根廷一类的国家，这些国家的股票市场十分低迷，甚至完全达不到投资者的期望[⊖]。这个偏差说明，作为一个在过去200年的时间里从英国的殖民地转变为世界第一经济大国的美国，其股票回报率是独一无二的，而其他国家的股票历史回报率则较低。

三位英国经济学家紧接着验证了16个国家在过去一个世纪以来的股票和债券回报率，并着重关注了其中存在的存活偏差问题。伦敦商学院教授迪姆森和保罗·马什以及伦敦股市价格数据库主管麦克·斯汤顿在一本名为《乐观主义者的成功：101年全球投资回报率》（*Triumph of the Optimists:101 Years of Global Investment Returns*）的书中公布了他们的研究。这本书提供了16个国家世界金融市场回报率详细且清晰的数据。

尽管在以上三位学者的研究期限内，许多国家都经历了不少灾难，例如战争、严重通货膨胀和大萧条，但是所有16个国家的股票回报率在剔除了通货膨胀因素后仍然为正。然而，那些经历了战时混乱的国家如意大利、德国

⊖ See Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, and Stephen A. Ross, "Survival," *Journal of Finance*, vol.50(1995), p.853-873.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和日本的固定收益资产回报率却都为负。所以无论是哪个国家，股票相对于其他金融资产的优势都是显而易见的。

图1-6显示了16个国家的股票、债券和国库券1900～2006年的实际年均回报率。[⊖]这些国家的回报率各不相同，比利时的股票回报率较低，仅为2.7%，瑞典和澳大利亚较高，回报率达到8%左右。瑞典、澳大利亚和南非的股票回报率甚至超过了美国。世界平均实际回报率与美国的数据相差无几。

在分析完所有的数据以后，《乐观主义者的成功》一书得出了如下结论："股票业绩优于债券和国库券的理论在美国以外的16个国家同样得到了验证……每个国家的股票回报率都优于债券回报率。在过去整整101年的时间里，仅有两个债券市场和一个国库券市场的业绩曾经超过了最差股票市场的业绩。"

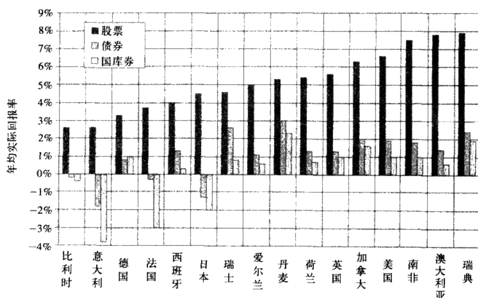


图1-6　16个国家股票、债券和国库券年均实际回报率（1900～2006年年末）

资料来源：Based on information from Elroy Dimson, Paul Marsh, and Michael Staunton, *Triumph of the Optimists:101 Years of Global Investment Returns*, (Princeton,N.J.:Princeton University Press, 2002).

而且，"尽管美国和英国的股票市场表现颇佳……其他国家也毫不逊色……关于成功者和存活偏差的问题虽然具有一定的合理性，但是却在一定程度上

⊖ Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, "Global Investment Returns Yearbook 2007," ABN-AMRO Bank NV, February 2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被夸大了，而且投资者也并没有被美国的情形所误导。”⊖

最后的这一点声明是非常重要的，因为大部分的研究都是针对美国股票市场，相应忽略了世界上其他国家的股票市场。迪姆森、马什和斯汤顿认为，从美国股票市场数据中得到的结论对世界上所有国家的所有投资者都非常重要。过去两个世纪以来，美国股票市场的优秀业绩不是一个特例。股票业绩优于固定收益资产的理论已经在各个国家都得到了验证。国际上对其他国家的研究进一步支持了我提出的关于股票市场的结论。

小结

在过去200年里，美国普通股票组合投资的复利实际年均回报率为7%左右，而且长期内相当稳定。至今，我们仍然不能很好地解释股票长期回报率的连贯性和稳定性问题。当然，股票回报率取决于资本的数量和质量、生产力和风险溢价，但是创造价值的能力也同样来源于高效的管理、能够保证财产权稳定的政治体系、在竞争性环境中提供消费者价值的能力，等等。投资者对政治或经济危机的敏感可能会让股票价格偏离其长期趋势，但是经济增长的基本因素仍然可以让股票重新回到这个长期趋势上来。也许这就是为什么过去两个世纪以来，政治、经济和社会变化如此激烈，但股票投资长期回报率还能够保持稳定性的原因。

然而，人们仍然需要理解股票回报率产生的政治和法律框架。我们或许可以用实行自由市场经济国家在世界范围内的主导地位来解释过去两个世纪以来股票的高回报率，但谁又能预料到在20世纪30年代的大萧条和紧接而来的第二次世界大战中，市场导向型国家会取得如此辉煌的胜利？最近几十年来的世界股票价格增长可能反映了资本主义黄金时代——一个至今还处于上升趋势，但将来可能会衰落的社会体系——的来临。但即使将来资本主义衰落了，我们也不知道是否有资产能够保值。实际上，如果以史为鉴，在纸币本位制下，对于任何政治或者经济动乱，政府债券可能都比股票危险得多。正如下一章所示，从长期来看，债券风险实际上高于股票风险。

⊖ 事实上，《乐观主义者的成功》可能还低估了世界股票的长期回报率。他们的研究年限开始于1900年，而早在那时的30年以前，美国股票市场和世界其他股票市场就已经发展得很好了。我们从1871年开始计算的股票平均回报率要比他们从1900年开始计算的回报率高32个基本点。英国的数据研究结果也与之十分类似。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录1A 1802～1870年的股票

最早进行上市交易的美国股票是1791年的两只银行股：纽约银行和合众国银行[㊀]。两只股票的发行都取得了巨大的成功，并且很快就产生了溢价。但是在财政部长亚历山大·汉密尔顿的助手威廉·杜尔试图操控股市并导致股市崩溃后，这两家银行都倒闭了。而纽约股票交易所的前身则于1792年5月17日因这次事件而诞生。

18世纪一位研究企业组织理论的专家约瑟夫·大卫断言，股权资本时代就要来临。这不仅是对于那些可能盈利的企业而言，而且用他的话来说也是“对那些暗藏巨大风险而且成功机会很遥远的企业而言”。[㊁]尽管在1801年以前就有300多家公司被国家授予特许权，但是仅有不到10家公司可以进行规范的证券交易。1801年以前被授予特许权的公司中有2/3都与运输业联系在一起：码头、运河、公路和桥梁。但19世纪早期的重要企业却都是金融机构：银行以及之后的保险公司。那时候，由于许多制造企业没有资格发行债券和股票，因此银行和保险公司持有这些制造企业的债券和股权。19世纪金融公司股票价格的波动反映了总体经济状况和那些制造企业的盈利情况。第一只大型非金融类公司股票是于1825年发行的特拉华·哈德森运河（Delaware and Hudson Canal），60年后它成为道琼斯工业指数原始股票之一。1830年，第一只铁路股莫霍克·哈德森（Mohawk and Hudson）上市，在之后的50年里，铁路股票成为交易量最大的股票。

附录1B 算术平均回报率和几何平均回报率

算术平均回报率r_A是每年回报率的平均值。如果r_1到r_n是n年的回报率，那么$r_A = (r_1 + r_2 + \cdots + r_n)/n$。几何平均回报率或者说复利回报率$r_G$是一年总收入乘积的$n$次方根减1，用数学公式来表示就是$r_G = [(1+r_1)(1+r_2)+\cdots+(1+r_n)]^{1/n}-1$。一项能够获得几何平均回报率$r_G$的资产在$n$年以后将会积累到原始资产的$(1+r_G)^n$倍。几何平均

㊀ 目前，最古老的持续经营的公司是成立于1767年的德克斯泰公司（Dexter Corp.），这家位于美国康涅狄格州的特殊材料制造商于2000年9月被生物制剂公司Invitrogen Corp.收购。现存最老的公司是专业印刷公司保捷公司（1775）；第二家是被第一联合国家银行——其前身是成立于1782年的宾夕法尼亚州第一国家银行——合并的瓦乔维亚银行（Wachovia Bank）；第三是成立于1784年的纽约公司银行，1791年，该银行成功地被合众国银行收购，而后者则被卷入了1792年的大危机。

㊁ Werner and Smith, *Wall Street*, p.82.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报率相当于算术平均回报率减去年回报率方差的1/2，或者说$r_G \approx r_A - 1/2s^2$。

投资者只能在长期内预期获得几何平均回报率。除非所有年份的回报率都相等，否则几何平均回报率总是低于算术平均回报率，这个差额反映了年回报率的波动性。

我们用一个简单的例子来说明这个差额。如果一项资产组合在第一年下降了50%，第二年又翻了一番（回到原来的水平），那么买入并长期持有的投资者的总收益就为0。按照前面的定义，几何平均回报率的计算公式为(1-0.5)(1 + 1)-1，意味着这两年内投资者收益为0。而算数平均回报率r_A则为(-50%+100%)/2 = 25%。在两年的时间里，投资者必须准确把握市场时机，算术平均回报率才能逐渐靠近复利回报率或者总回报率。特别是如果投资者在第二年增加资金投入，就可以期待股票价格回升。但是如果市场在第二年下跌，这个策略就不能成功，而这类投资者的收益也会小于买入并长期持有的投资者的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

Chapter2

风险、收益和资产配置

为什么长期股票风险小于债券

世界上有哪种投资能真正保证固定或者确定的收益呢？……这本书的每一位读者都将清楚地认识到，投资于债券的每个人都是在对一般物价水平或者货币购买力进行投机。

——欧文·费雪，1912年[⊖]

风险和收益的衡量

风险和收益是构建金融和资产组合管理的基石。一旦我们可以确定某项资产的风险和预期收益，现代金融理论就能指导投资者确定最佳的资产组合。但是股票和债券的风险和收益都不是像光速或者万有引力一样的物理常量，在自然界中等待人们去发现。尽管相关的历史数据非常多，但却没有一个人能肯定那些决定资产价格的潜在因素会一直保持不变。我们不能像在自然科学中一样在保证其他变量恒定不变的情况下来估计方程中的参数。正如诺贝尔奖获得者保罗·萨缪尔森喜欢的一句话："我们仅有一个历史样本。"

但是为了把握未来市场的方向，我们仍然必须先分析过去的市场情况。第1章阐述了这样的观点：从长期来看，固定收益资产的回报率不仅低于股票，

⊖ Irving Fisher et al., *How to Invest When Prices Are Rising*, Scranton, Pa.:G.Lynn Sumner&Co.,1912, p. 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且由于通货膨胀的不确定性，债券的长期风险还可能大于股票。在本章，我们将认识到，由于风险随着时间变化的特性，资产配置方式很大程度上取决于投资者的长远规划。

风险和持有期限

对于许多投资者而言，衡量风险的一种最有效的方法就是想象一个“最坏的局面”。图2-1中列出了1802年以来持有期限为1～30年的股票、债券和国库券的实际回报率的最好和最坏的情形。这里的股票回报率是通过美国小盘股和大盘股的资本加权指数的股利收益加上资本利得或损失计算得出的。

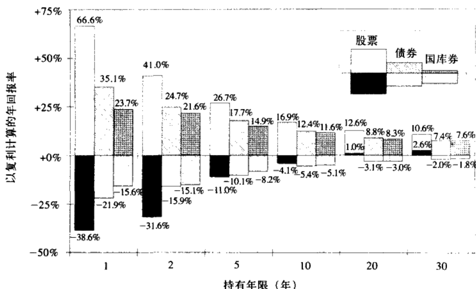


图2-1 各持有期限内实际回报率的最大值和最小值（1802～2006年12月）

柱状图的高度代表了最好和最坏的回报率的差额，我们应该注意到，随着持有期限的增加，相对于固定收益资产而言，股票的最好和最坏回报率差额明显缩小。

如果持有期限仅为1年或者2年，股票的风险毫无疑问比债券和国库券的风险大。但是从1802年以来，如果持有期限增加到5年，则股票最坏的回报率是每年-11%，比最坏的债券或国库券回报率稍逊一筹。但是当持有期限上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升到10年时，最坏的股票回报率就已经优于债券或者国库券了。

对于20年持有期限而言，股票回报率则从来没有低过通货膨胀率，而20年期的债券和国库券回报率却曾经一度比通货膨胀率还低3%。如果这样的回报率持续20年，那么该债券投资组合的实际购买力将会被削弱一半。如果持有期限为30年，那么股票最坏的回报率几乎都比通货膨胀率高2.6%以上，与固定收益资产的平均收益率相差无几。

比起债券或者国库券，股票的持有期限超过17年后，其实际回报率就不会为负，这一点非常重要。从长期来看，股票积累财富的风险尽管看起来比债券大，但实际却正好相反：确保购买力安全的长期投资就是股票的多样化资产组合。

一些投资者不知道10年、20年甚至更久的持有期限是否与他们的长远规划有关，但是这些投资者通常会犯的一个最大错误就是低估了他们的持有年限。因为大多数投资者所理解的持有年限是一只特定股票、债券或者共同基金的年限，而这里所指的持有年限是指投资者手中的所有股票或者债券的年限，而不管在这个期间内其资产组合发生了什么变化。

表2-1详细列出了不同持有年限内，股票回报率高于债券或者国库券回报率的比例。随着持有年限的增加，股票回报率高于固定收益资产回报率的比例也在加速增大。对于10年持有期限，股票回报率高于债券和国库券回报率的概率为80%；对于20年期，该数据到达90%；而在30年持有期限内，股票回报率则100%高于债券和国库券回报率。

表2-1　持有期限比较：股票回报率超过债券和国库券回报率的比例

持有期限	时间段（年份）	股票业绩超过债券的比例(%)	股票业绩超过国库券的比例(%)
1年	1802～2006	61.0	62.0
	1871～2006	60.3	64.7
2年	1802～2006	65.2	65.7
	1871～2006	65.4	69.9
3年	1802～2006	67.2	70.2
	1871～2006	68.7	73.3
5年	1802～2006	69.2	72.6
	1871～2006	71.3	75.0
10年	1802～2006	80.1	80.6
	1871～2006	82.4	85.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

持有期限	时间段(年份)	股票业绩超过债券的比例(%)	股票业绩超过国库券的比例(%)
20年	1802～2006	91.9	94.6
	1871～2006	95.6	99.3
30年	1802～2006	99.4	97.2
	1871～2006	100.0	100.0

正如我们在上一章提到的，债券回报率优于股票的最后30年历史终结于1861年，正是美国内战开始之际。这是一个我们应该铭记的日子：在过去175年里，一个购买了新发行的30年期政府债券（这些债券以年为单位发行）的投资者的收益从来没有超过一个持有同样期限的普通股多样化资产组合的投资者的收益。

尽管在长期内，股票业绩优于债券已经是显而易见的事实，但我们也必须注意到，持有期限为1年或者2年的股票的业绩在5年中大约只有3年超过债券或者国库券业绩，这意味着在5年中约有2年的时间，股票投资者的收益将少于国库券或者银行存款投资者的收益。短期内债券和国库券的收益高于股票是许多投资者不愿将资本长期投入股票的主要原因。[⊖]

市场高点时的投资者收益

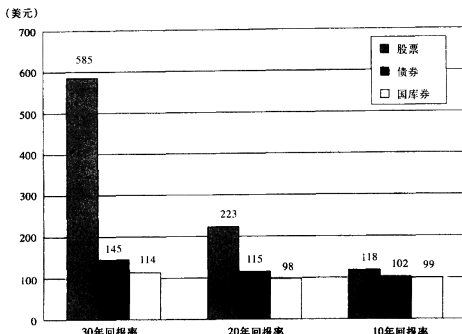
许多投资者尽管已经相信了股票的长期优势，但仍然认为当股票价格趋高时不应该进入股市。其实对于长期投资者来说，这种观点毫无根据。图2-2显示了20世纪八大主要股票市场在10年、20年、30年持有期限内剔除了通货膨胀因素的总回报率。

如果持有期限达到30年，那么投资者即使是在市场最高点时买入股票，股票积累的财富也是债券的4倍多，国库券的5倍多；如果持有期限为20年，那么股票积累的财富也能达到债券的2倍；即使持有期限仅为10年，股票回报率仍然高于固定收益资产回报率。历史已经证明，除非投资者认为他们很有

⊖ 以行为经济学为主题的第19章将会分析投资者对损失的厌恶心态，无论这个损失有多小，都会影响投资者以后的资产配置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能要在未来的5～10年内动用其储蓄才能维持现有生活水平，否则无论现在市场位于多高点，长期投资者放弃股票投资都不是一个明智的选择。



主要市场高点包括：1901年、1906年、1915年、1929年、1937年、1946年、1968年、1973年。

图2-2 20世纪主要市场高点的实际总体平均回报率（初始投资为100美元）

当然，如果投资者能够识别市场的高峰期和低谷期，那么其收益会比本书极力推崇的“购买并持有”策略的收益更高。但是不用说，几乎没有投资者能做到这一点。即使投资者在市场高点卖掉股票，也不能保证其收益丰厚。当股价日趋上涨而且所有人都对未来的股市信心百倍时，投资者很难下定决心卖掉股票；而当市场处于低谷期，悲观情绪蔓延整个股市，人们对股市不再抱有信心时，投资者对买入股票就更加犹豫了。

一些择机投资者（market timers）总喜欢吹嘘他们曾在1987年股市崩溃或者2000年熊市来临前及时出局。但在1987年，直到股市已经超过了它以前的高点时，许多人才再次入市。2000年，尽管大多数均价已经到了最高点，但那些在之前的熊市中出局的人仍然在观望。因此，在高点出局的投资者的收益并不一定大于那些购买并持有的投资者的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险的衡量标准

图2-3描述了在过去200年历史数据基础上计算的股票、债券和国库券的风险。这里的风险定义为实际年均回报率的标准差，而标准差正是在资产组合理论和资产配置模型中用来衡量风险的方法。

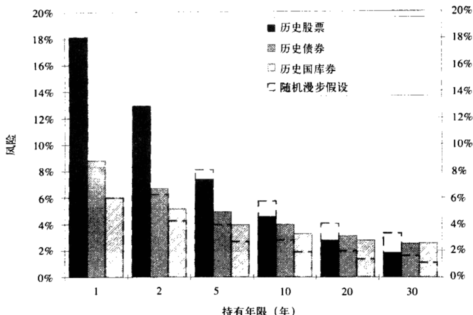


图2-3 不同持有期限内实际平均回报率的风险（1802～2006年12月，历史风险与基于随机漫步假设的风险）[⊖]

尽管在短期持有期限内，股票回报率的标准差大于债券，但一旦持有期限增加到15～20年，股票的风险就比债券小了。持有期限超过30年，股票多样化投资组合的标准差就降到了债券或者国库券的3/4。随着持有期限的增加，股票平均回报率标准差就几乎以固定收益资产2倍的速度下降。

从理论上讲，如果资产回报遵循随机漫步假设，那么年均回报率的标准差就与持有年限成反比。[⊖]随机漫步过程就是未来的收益与过去收益完全无关的过程。图2-3中空白的柱状图就表示在随机漫步假设前提下预测的风险下降部分。

⊖ 随机漫步假设认为市场的涨跌是不理性的，也是完全不可预测的。——译者注
⊖ 特别是，年均回报率的标准差会随着持有年限平方根的下降而下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但历史数据显示，随机漫步假设并不一定成立，因为根据柱状图显示的股票实际风险的下降速度远比预测的快。这就是我在第1章里就已经描述过的股票均值回归现象所引起的结果。

相反，固定收益资产回报率的标准差不如随机漫步假设预测的下降那样快，这是债券回报率的均值回归的表现。均值回归指的是某种资产的回报率一旦偏离了其长期趋势，那么它在未来时间内回到原来的正常水平的概率偏小，而偏离的概率将会更大。而且，债券回报率的均值回归现象特别容易出现在恶性通货膨胀的环境下，就如在日本和德国债券市场发生的情形一样。当然，在美国和英国发生的较为温和的通货膨胀中，债券回报率也同样会产生均值回归。一旦通货膨胀开始加剧，通货膨胀倾向将逐步加大，债券持有者则将没有机会弥补他们在购买力上的损失。相反，那些对实业资产拥有追索权的股票持有者则很少因为通货膨胀而遭受损失。

股票和债券回报率的多样联系

尽管债券回报率低于股票，但是债券仍然不失为一种进行多样化投资、降低总体风险的投资选择。特别是当债券和股票回报率成负相关关系时——意味着债券和股票价格成反向变动——以上的结论就是正确的。一种资产同资产组合中其他资产的相关关系可以通过相关系数来衡量，相关系数的取值范围在-1～1之间。相关系数越小，则这种资产对资产组合的多元化作用就越大，那些成负相关关系的资产就是非常好的资产组合。相反，一种资产与资产组合回报率之间的相关系数越大，该资产对资产组合的多元化作用就越小。

图2-4列出了1926～2006年6个阶段内股票和债券回报率的相关系数。1926～1965年，相关系数为正，但数值很小，说明债券是分散股票风险较好的选择；1966～1989年，相关系数增加到0.34；1990～1997年，相关系数上升到0.55。这意味着从1926年到1997年，债券分散股票风险的功能正在下降。

我们有各种理由来解释上述现象。在20世纪20年代和30年代早期的金本位制下，商品价格会随着经济的不景气而下降；而当实体经济缩水，股票回报率下降时，政府债券的实际价值就上升了。而在纸币本位制下，因为政府总是希望通过扩张性的货币政策来挽回经济的衰退趋势，所以经济不景气更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的是与通货膨胀而不是通货紧缩联系起来。这种扩张政策往往导致通货膨胀，并伴随着实体经济的衰退，正如20世纪70年代的情形。通货膨胀对于股票收益回报率的短期负面影响将在第11章具体讨论。

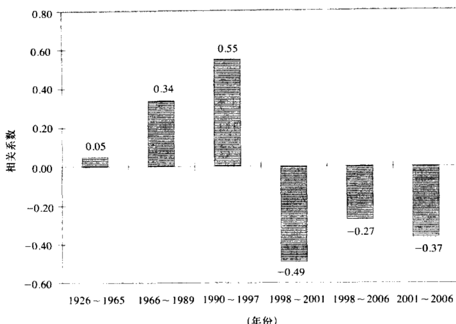


图2-4 月度股票和债券回报率的相关系数

但是近年来这种局面有所改变。图2-4反映了自1998年以来，股票和债券价格的短期相关系数出现了剧烈变化。在这段时间内，股票价格与政府债券价格是成负相关关系的。从1997年到2001年，世界市场被亚洲金融危机、日本经济萧条和“9 · 11”事件严重影响。[1]货币市场的崩溃与商品价格下降同时发生，这与20世纪30年代通货紧缩盛行、政府债券是唯一增值的资产的情形产生了惊人的相似之处。当经济动荡影响股票和其他金融资产时，国际投资者纷纷涌向了美国政府债券市场，于是美国政府长期债券就成为那些担心股票市场彻底崩溃的投资者的“安全避难所”。[2]

[1] 这些事件的起因和结果将在第10章具体讨论。

[2] 像国库券这样的短期债券经常被称为“安全避难所”。1987年10月19日股票市场崩溃时，债券价格也在一直上涨，但是上涨的大部分原因是因为预测美联储会降低短期市场利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管亚洲金融危机消除、日本经济日益复苏，但投资者因为股票价格陡然下跌而纷纷涌入美国长期国库券市场的趋势仍然没有改变。尽管中央银行已经采取措施帮助企业渡过通货膨胀的难关，但在金融危机产生时，政府债券仍然是躲避风险的安全岛。

但一个尚未解决的问题是，债券是否也能在长时期内，特别是通货膨胀的阴影再次逼近时，成功地分散风险。因为投资者寻找短期的避难所而发行的国库券溢价意味着政府债券的回报率将会变低，所以对于长期投资者而言，它们将不再有吸引力。

有效边界[⊖]

现代资产组合理论描述的是投资者如何通过改变资产组合来规避风险，增加收益。图2-5根据过去200年来的股票和债券的历史回报率绘出，描述了在1～30年不同持有年限内股票和债券不同比例的资产组合的风险和收益。

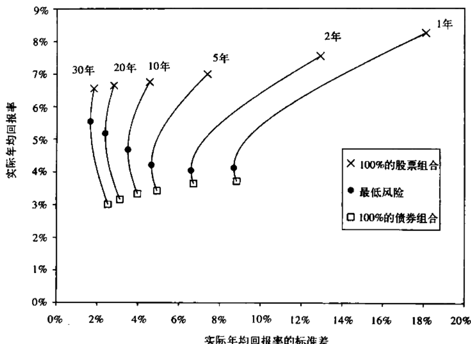


图2-5 不同持有期限下的风险-收益置换曲线（1802～2006年12月）

⊖ 这一节包括了一些艰深的理论，读者即使跳过不读，也不会影响阅读的连贯性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每条曲线底部的方框代表了全部由债券组成的资产组合的风险和收益，而曲线顶部的叉号则代表了全部由股票组成的资产组合的风险和收益。曲线的实心圆点代表了股票和债券组合所能达到的最小风险。连接这些点的曲线表示从100%债券组合到100%股票组合的所有组合的风险和收益。这条曲线就叫做有效边界，它是现代资产组合理论的核心所在，也是构建资产配置模型的基础。

投资者可以通过改变股票和债券的不同比例来实现这条曲线上的不同风险和收益的组合。沿着曲线向上移动表示增加股票的比例，相应减少债券的比例。当我们在100%的债券组合中加入股票，则可以预期收益增加的同时风险降低，对于投资者来说这是一个相当不错的组合。但是当达到风险最低点时，如果再增加股票的比例，收益会增加，但也伴随着额外的风险。

有效边界曲线上任意一点的斜率代表该点组合方式下风险和收益的比值。通过寻找长期有效边界曲线上与一年期有效边界曲线上斜率相同的点，就可以确定所有持有期限内的相同风险收益比值的资产组合。

适当的资产配置方式

在一个投资者的多样化投资组合中，股票投资所占比例应该多大呢？答案请见表2-2。这个根据标准投资模型所构建的投资组合综合考虑了投资者的风险承受能力和持有期限。[⊖]在这里分析四类投资者：不关心收益，只考虑最大资产安全的极端保守主义者；能承受较小风险来实现额外收益的保守主义者；风险中性投资者；愿意承受巨大的风险来换取超额回报的冒险主义投资者。

表2-2 资产配置选择：基于所有历史数据推荐的资产组合中股票的比例(%)

风险承受能力	持有期限			
	1年	5年	10年	30年
极端保守主义者（最小的风险）	9.0	22.0	39.3	71.4
保守主义者	25.0	38.7	59.6	89.5
风险中性投资者	50.0	61.6	88.0	116.2
冒险主义投资者	75.0	78.5	110.1	139.1

⊖ 这个一年期的资产组合模式（除了最小风险点）是随机的，经常作为其他持有年限的一个基准。选择不同的比例作为基准都不会改变分析的本质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们推荐的组合方式随着持有年限的增加，股票所占的比例应该显著增加。从过去200年股票和债券历史回报率来看，如果投资年限超过30年，极端保守主义者愿意持有3/4的股票，因为在较长时间内，以货币购买力衡量的股票要比债券安全得多。在这样长的期限内，即使是保守主义者也应该持有90%的股票，而风险中性的投资者和冒险主义投资者则可以持有100%的股票。投资者在长期投资组合中持有100%的股票的基础上，通过卖空或者融资买入全部由股票构成的资产组合就能达到上述比例。

在给出了这些奇怪的结果之后，相信投资者会对资产组合理论中并没有考虑到投资年限的问题感到疑惑。这是因为现代资产组合理论建立时，那些学院派的教授们还在相信证券价格的随机漫步理论。正如前面提到的，在随机漫步假设下，各种证券的相对风险并不随着投资年限的不同而改变，所以资产组合的分配比例不取决于持有期限的长短，但当股票回报率出现均值回归现象后，投资年限就成为资产组合理论中非常重要的一环了。⊖

通货膨胀指数债券

直到最近，美国才出现一种政府债券，其回报率能够规避物价水平波动的风险。1997年1月，美国财政部发行了第一只由政府保障的通货膨胀指数债券。当价格上升时，这种债券的利息和本金返还数量都自动增加，所以当

⊖ 关于这方面的经典文献参看路易斯·万勒斯（Luis M.Viceira），约翰·坎贝尔(John Y.Campbell)，《战略资产配置：长期投资者的资产组合选择》(Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors) 纽约：牛津大学出版社，2002。也可以参见尼古拉斯·巴贝利斯（Nicholas Barberis），"收益可预见时的长期投资"(Investing for the Long Run When Returns Are Predictable)，金融期刊(Journal of Finance), vol. 55(2000), pp. 225-264。保罗·萨缪尔森已经向我们展示了如果投资者属于大多数研究者发现的风险厌恶型，那么均值回归将会增加股票持有额。参见保罗·萨缪尔森，"Long-Run Risk Tolerance When Equity Returns Are Mean Regressing: Pseudoparadoxes and Vindications of 'Businessmen' s Risk'，" in W. C. Brainard, W. D. Nordhaus; H. W. Watts (eds.)，《货币、宏观经济学和公共政策》(Money, Macroeconomics, and Public Policy) (剑桥, MA: MIT 出版社, 1991), pp. 181-200。也可参见滋维·博迪（Zvi Bodie），罗伯特·默顿（Robert Merton）和威廉·萨缪尔森（William Samuelson），"生命周期模型中的劳动供给波动和资产组合选择"(Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Lifecycle Model)，经济学动态和控制期刊(Journal of Economic Dynamics and Control) ,vol.16, no.13 (1992年7-10月), pp. 427-450。博迪，默顿和萨缪尔森也认为股票的持有数量与年龄的大小也有关系，因为股票回报率与劳动收入有关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券持有者最后收回利息和本金时，其购买力不会被削弱。既然所有的通货膨胀都可以得到补偿，那么这种债券利率就是实际利率，或者说是经过通货膨胀率调整后的利率。

当这些债券第一次发行时，其实际回报率为3.5%左右，在2000年牛市的高点时，其回报率涨到了4%。但是自从2001年以来，这些债券的回报率就随着市场的低迷而下降，到2006年年末，其实际回报率降到了2%，比股票历史回报率的1/3还要低。然而，这些债券对那些不希望承担股票短期风险而又害怕通货膨胀导致购买力下降的投资者而言仍然具有相当大的吸引力。从1926年开始的每10年期限内，股票实际回报率低于2%的年份占20%。对于大多数长期投资者而言，通货膨胀指数债券应该占资产组合中名义债券的大部分比重。

小结

不可否认，短期股票投资的风险大于固定收益资产，但历史已经证明，从长远来看，股票的实际风险低于债券。在美国和世界各国都相继采用纸币本位制后，通货膨胀的不确定性使得“固定收益”并不等于“固定的购买力”。尽管在过去10年里价格趋于稳定，但是在以后20年或者30年内，我们还是不能确定美元是否还像现在一样值钱。历史证据显示，持有期限为30年的普通股多样化投资组合的购买力比一个30年期的政府债券的购买力更加稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章
Chapter3

股 票 指 数

市场代言人



有句话说，数据统治世界。

——歌德，1830年

大盘

一位投资者问另一位："大盘怎么样了？"

"今天不错，涨了70点。"

在过去一个世纪的大部分时间里，没有人会问"什么涨了70点"，因为每个人都知道答案，那就是世界上最权威的股票指数——道琼斯工业平均指数。这个被人们称为道指数的股票指数如此出名以至于新闻媒体经常用它来代替股票市场。虽然这个股票指数所描述的股价变化很不完整——实际上没有哪位基金经理会只盯住它不放——但是实际上，道琼斯指数是所有投资者研究股票市场的最佳途径。

如今，道琼斯指数再也不是唯一的股票指数了。首次由标准普尔公司——如今它是麦格劳-希尔公司的一个分公司——于1957年3月发布的标准普尔500指数（S&P500）已经成了美国大盘股指数的基准。而创建于1971年的纳斯达克（Nasdaq）电子自动报价股票交易所成为科技股的交易场所。纳斯达克指数所包含的大型科技公司包括微软、英特尔、思科和苹果公司等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道琼斯指数并没有忽略纳斯达克指数的优点，所以在道琼斯指数首次发布100年后的1999年，它第一次偏离了被称为“主板”的纽约股票交易所，选择了两只纳斯达克股票—微软和英特尔—将它们加入了样本股计算当中。以下分别介绍三种不同的股票指数及其各自反映的不同的股票市场。

道琼斯工业平均指数

作为道琼斯公司创建者之一的查尔斯·道（Charles Dow）不仅创办了《华尔街日报》，还在19世纪末编制了道琼斯指数。1885年2月16日，道琼斯公司开始公布资本额巨大而且交易活跃的12只股票（10只铁路股和2只工业股）的每日平均指数。4年以后，道琼斯公司又开始公布20只股票（18只铁路股和2只工业股）的每日平均指数。

随着工业和制造企业的重要性超过铁路公司，该公司又于1896年5月26日编制了道琼斯工业平均指数，见表3-1，并在1896年10月26日将创建于1889年的旧有的指数重新组织并命名为铁路平均指数。1916年，工业平均指数的样本股增加到20只，1928年再次扩展到30只。1970年，铁路平均指数被改名为运输业平均指数，由20只股票组成，该股票指数中样本股的数量在一个多世纪以来从来没有改变过。

早期的道琼斯工业平均指数的样本股票主要集中的商品有棉花、糖、烟草、铅、皮革、橡胶等。12家公司中有6家公司续存，并经营同样的业务，但只有一家公司——在2007年夏天成为美国证券市场上市值排名第二的通用电气公司——在道琼斯工业平均指数中保持了原来的位置和其最初的名称。㊀

最初入选道琼斯指数的企业几乎都是成功的大企业，即使现在它们不属于道琼斯指数样本股了（详细情况请参见本章附录）。唯一例外的是美国皮革公司，它在20世纪50年代进行了破产清算。股东们获得了1.5美元一股的Keta石油天然气公司——美国皮革公司早年收购的公司——的股份。但是到了1955年，Keta公司的总裁卷走了公司大量资产并为躲避美国当局的制裁而逃往巴西，至此，在1901年还是美国第7大公司的美国皮革公司变得一文不值。

㊀ 作为道琼斯指数最初的12只股票中的芝加哥电气公司后来成为大众能源有限公司，并进入了道琼斯公用事业平均指数的计算范围，一直持续到1887年5月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表3-1 道琼斯工业平均指数中的企业

1896年	1916年	1928年	1965年	2007年
美国棉籽油公司	美国甜菜糖公司	联合化学公司	联合化学	3M公司
美国糖业公司	美国罐头公司	美国罐头公司	美国铝业公司	美国铝业公司
美国烟草公司	美国汽车制造公司	美国糖精炼公司	美国罐头公司	奥驰亚集团
芝加哥电气公司	美国机车公司	美国糖业公司	美国电话电报公司	美国运通公司
蒸馏及离产公司	美国糖精炼公司	美国烟草公司	美国烟草公司	美国国际集团
通用电气	美国电话电报公司	大西洋炼油公司	阿那孔达铜业公司	美国电话电报公司
拉克列德煤气公司	阿那孔达铜业公司	伯利恒钢铁公司	伯利恒钢铁	波音公司
国家铅业公司	鲍德温机车公司	克莱斯勒	克莱斯勒	卡特彼勒公司
北美洲公司	中央皮革公司	通用电气	杜邦公司	花旗银行
田纳西煤钢公司	通用电气	通用汽车	伊士特曼-柯达公司	可口可乐公司
美国皮革公司	古德里奇公司	通用铁路信号公司	通用电气	杜邦公司
美国橡胶公司	共和钢铁公司	古德里奇公司	通用食品公司	埃克森·美孚石油
	斯蒂贝克汽车公司	国际收割公司	通用汽车	通用电气
	得克萨斯公司	国际镍业公司	固特异公司	通用汽车
	美国橡胶公司	麦克卡车公司	国际收割公司	惠普公司
	美国钢铁公司	纳什发动机公司	国际镍业公司	家得宝
	犹他铜业公司	北美洲公司	国际纸业公司	霍尼韦尔公司
	西屋电气	派拉蒙	约翰·曼威乐公司	英特尔
	西部联盟	Postum公司	伊利诺伊州玻璃公司	IBM
		无线电公司	宝洁	强生
		西尔斯·罗巴克	西尔斯·罗巴克	摩根大通银行
		标准石油	加利福尼亚标准石油公司	麦当劳
		得克萨斯公司	标准石油公司	默克集团
		得克萨斯湾硫磺公司	斯维福公司	微软公司
		联合碳化物公司	德士古公司	辉瑞制药
		美国钢铁公司	联合碳化物公司	宝洁公司
		维克托唱机公司	联合航空	联合技术公司
		西屋电气公司	美国钢铁公司	Verizon通信公司
		伍尔沃斯公司	西屋电气公司	沃尔玛
		莱特航空公司	伍尔沃斯公司	迪士尼公司

道琼斯指数的计算

最初的道琼斯指数是简单地用所有样本股价格之和除以指数中样本股的数量，但是当股票指数所计算的公司发生变化或者拆股时，就必须及时调整除数，防止指数产生不连贯性。2006年12月，这个除数为0.124 8，意味着指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数中的任何一只股票价格上升1点，指数就会上升约8个点。㊀

道琼斯工业平均指数是一个价格加权指数，即把所有样本股价格加总到一起，然后除以指数中公司的数量。结果，无论公司的规模有多大，指数中高价股票变动对指数的影响总是大于低价股变动对指数的影响。另外，价格加权指数的一个特性就是：当股票发生分割时，该股票对指数的影响减小而其他股票的影响稍微增大。㊁

因为股票价格对指数的影响与公司相对规模没有任何联系，所以价格加权指数并不常见。这与资本加权指数恰好相反，就像我们将在下一章里详细讨论的标准普尔500指数。2006年12月，道琼斯指数中的30只股票总市值为4.2万亿美元，占整个美国股票市场资本总额的25%。美国股市中资本额排名前十的股票，除了美洲银行以外，其他都在道琼斯指数的计算范围内。但道琼斯指数包括的公司并不都是大公司，两只道琼斯股票——美国铝业公司和通用汽车的资本额甚至进不了美国前100名。规模最小的通用汽车排在200名以后，仅占最大样本股埃克森·美孚石油公司市值的4%。

道琼斯指数的长期趋势

图3-1标明了从1885年道琼斯工业平均指数编制以来每个月的高点和低点，这些指标都是经过通货膨胀率调整以后的实际值。右下角的插图则表示没有经过通货膨胀率调整的道琼斯工业平均指数。

对道琼斯指数进行回归以后，我们就可以画出其时间趋势线和轨道线。上下边界之间的距离是一个标准差，或者说上下边界分别高于或低于平均趋势线的50%。趋势线的斜率为1.85%，表示从1885年开始，道琼斯指数样本股的实际回报率每年以这个速度上升。与其他流行的股票指数一样，道琼斯指数的计算不包括股利，因此指数的改变很大程度上低估了道琼斯股票的总收益。这段时间内，股票的平均股利收益率为4.3%，所以道琼斯股票的复利实

㊀ 当一只新股上市（或者股票发生分割）时，道琼斯指数的计算过程为：把变化前和变化后的股票价格进行加总，并确定一个新的除数，使指数与变化前相等。由于股票发生分割，除数通常会变小，但是如果一只高价股代替了一只低价股，那么除数就会变大。

㊁ 1914年以前，股票分割不会改变除数的大小，重新计算指数时我们只需用股价乘以分割比率。这就导致处于上升地位的股票在指数中占有更大的比重，这一点与如今的价值加权股票相似。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际年均回报率就为6.2%，稍微低于第1章所描述的股票长期实际回报率。

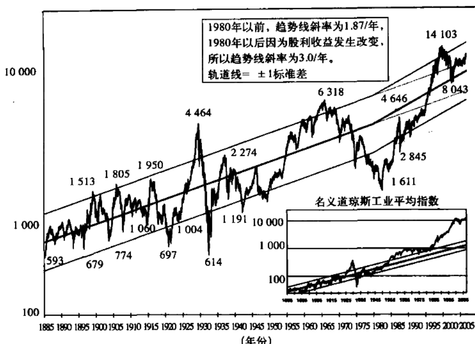


图3-1 实际道琼斯工业平均指数（1885年2月～2006年12月，以2006年价格计算）

经过通货膨胀率调整过的道琼斯指数有3/4的时间都处于上下边界内。当道琼斯指数像1929年和20世纪60年代中期那样向上突破上边界时，随后的股票短期回报率就相当惨淡。同样，当指数向下突破边界时，接下来的股票短期回报率就会十分可观。

学会用趋势线预测未来收益

用轨道线和趋势线预测未来收益的方法虽然十分诱人，但也可能误导投资者。过去的长期趋势就一度发生了变化，正如图3-1右下方插图所示，由于没有经过通货膨胀的调整，道琼斯工业平均指数在20世纪50年代就曾经突破了趋势线并长期位于趋势线上方。其原因在于纸币本位制导致的通货膨胀会使名义股票价格高于原先的价格，那些采用名义趋势线分析或者对实际趋势线分析发生错误的投资者在1955年就会做出永远出局的决定。㊀

㊀ 关于由于通货膨胀而导致股票回报率突破长期趋势线的案例，请看第7章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我们现在可以用另外一个理由来解释股票指数为什么会向上突破边界。股票指数总是会高估资本额，而低估那些包含股利的总回报率。随着公司近年来支付的股利占公司收益的比重日益下降，更多的收益进行再投资从而转变为资本利得。自1980年开始，股票的股利收益率下降了2.88%，所以图3-1中轨道上的下轨道线应该比原来的轨道线分别高出和低出2.88%，代表增加的资本利得。通过这种调整，2006年年末的道琼斯指数水平尽管较高，但仍处于平均趋势线的一个标准差以内。

价值加权指数

标准普尔指数

尽管道琼斯工业平均指数早在1885年就已经诞生了，但它显然不是一个综合性的股票指数，最多的时候也仅仅涵盖了30只样本股。1906年，标准统计公司创建，1918年，它开始发布反映每只股票业绩的指数，该指数以资本额或者市值为权重。这项技术被认为是现存最好的衡量股票市场整体情况的方法，专家们在设立市场基准时广泛运用该项计算方法。1939年，为了进行经济研究而设立的考列斯委员会的创立者阿弗雷德·考列斯采用标准普尔的市值加权方法重新计算了从1871年开始纽约股票交易市场上所有股票的股价指数。

创立于1923年的标准普尔股价指数在1926年变成了包含90只样本股的标准普尔综合指数。1957年3月4日，该指数的股票扩展到了500只，成为标准普尔500指数。当时，标准普尔500指数的价值几乎占纽约证券交易所所有股票的90%。500只股票中包括425只工业股、25只铁路股和50只公用事业股。1988年以前，每个行业的公司数量都遵循这个比例。

由于标准普尔指数创建于1957年，因此我们从1941～1943年的数据中选取了10只股票来计算当时的标准普尔500指数，结果发现每只股票的平均价值（在45～50美元之间）几乎等于指数的价值。当时的投资者轻易地认同了标准普尔500指数的变化，因为该指数每1个百分点的变化就接近于股价的平均变动。

标准普尔500指数中的股票并不是美国最大的500家企业的股票，也不是所有的公司都是美国公司。比如，沃伦·巴菲特的控股公司伯克希尔–哈撒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

韦公司就不在标准普尔500之列。相反，标准普尔500中有一些规模很小的公司，代表着那些市值正在缩水而又没有被剔除出指数的公司。2007年3月，标准普尔500指数中的所有股票总市值大约为12.7万亿美元，仅占在美国交易的所有股票的75%，明显少于50年前的90%。在下一章，我们会详细介绍标准普尔500指数的历史，并深入分析这个世界著名股票指数中的股票。

纳斯达克指数

1971年2月8日，股票交易模式发生了巨大的变化。那天，一个名为纳斯达克（国家证券交易自动报价协会）的自动报价系统为2 400只主要的场外交易股票提供了最新报价。以前，这些不在主板上交易的股票报价必须由拥有财产目录编制的主要交易者或者经纪公司提供。而现在，纳斯达克把国内500多个市场的终端连接在了一台中央计算机系统上。

与纳斯达克不同的是，纽约或者美国股票交易中心的股票交易都由一位单独的专家负责，他负责维持这只股票交易的秩序。纳斯达克改变了股票报价方式，并将这种方式广为传播，让交易对投资者和交易者来说都更为方便。

在纳斯达克创立之际，证券交易所（最好是纽约证券交易所）列入在册的股票当然比在纳斯达克交易的要有面子得多。纳斯达克的股票多是那些新近上市的公司或者达不到大型交易所上市要求的公司。但是，许多年轻的科技公司则认为计算机化的纳斯达克系统更加符合它们的特点，有些公司如英特尔和微软即使够资格进入主板交易，如纽约证券交易所，它们也都放弃了。

纳斯达克指数是所有在纳斯达克交易的股票的一个资本加权指数，它创立于1971年，第一个交易日的价格设为100点。纳斯达克指数大概用了10年的时间增加到200点，又过了10年的时间，也就是1991年时达到500点。1995年7月，指数达到其第一个里程碑——1 000点。

随着人们对科技股的兴趣与日俱增，纳斯达克指数也在加速上升，在短短3年的时间里其市值就翻倍到了2 000点。1999年秋天，科技股的繁荣使纳斯达克指数进入加速轨道，指数从1999年10月的2 700点增加到其最高值，2000年3月10日的5 048.62点。

企业对纳斯达克不断增加的兴趣使该系统规模日益扩大。刚开始，在纳斯达克交易的股票只占纽约证券交易所的一小部分。到1994年，在纳斯达克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易的股票数量超过了纽约证券交易所，5年以后，纳斯达克股票的市值也超过了纽约证券交易所。⊖

纳斯达克不再是等待着进入主板交易的小型公司的家园。1998年，纳斯达克的资本市值超过了东京证券交易所。在2000年3月市场的高点，在纳斯达克进行交易的公司总市值达到近6万亿美元，是纽约证券交易所的1.5倍多，同时其市值还超过了世界上任何一个证券交易所的市值。在市场高点，微软和思科是世界上市值最高的两只股票，而且纳斯达克名单中的英特尔和甲骨文公司也名列前十。但到了2007年，微软就成为美国股票中市值名列前十的唯一一只纳斯达克股票了。

当科技泡沫破灭时，纳斯达克股票的交易数量和价格迅速缩水，纳斯达克指数也从2000年3月的5 000点降到了2002年10月的1 150点，2006年年末，其市值少许反弹到了2 400点，成交量也从市场高点时的25亿美元降到了2007年的20亿美元。尽管纳斯达克指数风光不再，但在最活跃的股票排名中，纳斯达克股票还是占据了领先地位。

尽管在纳斯达克和纽约证券交易所之间存在竞争，但大部分投资者关注的并不是股票在哪里上市和交易。纽约交易所里小盘股的服务比较到位，基本都有一个经纪人保证其流动性，但是其买卖报价的差额可能比在纳斯达克交易活跃的股票小一些。如今各大证券交易所之间合作关系逐步加强，交叉名列的现象也非常普遍。股票在哪里上市和交易的问题在未来会越来越不重要。⊜

其他股票指数：证券价格研究中心指数

1959年，芝加哥大学商学院教授詹姆斯·洛里接到美林、Pierce公司、Fenner &Smith证券公司的请求，这些公司希望研究投资者在普通股投资中的业绩，但是找不到可靠的历史数据。于是洛里教授就与同事劳伦斯·费雪合作创建了一个证券数据库，给了证券公司一个满意的答复。

运用简单的计算机技术，洛里和费雪创立了证券价格研究中心指数(CRSP)，并发布了1926年至今的股价指数，该股价指数是第一个机器可读

⊖ 必须承认，由于纳斯达克的交易者是直接购买证券，而不是作为拍卖商存在，所以可能存在成交量双倍计算的情况。参见Anne M.Anderson and Edward A.Dyl. "Trading Volume: NASDAQ and the NYSE," *Financial Analysts Journal* ,vol . 63, no.3 (May/June 2007), p. 79.

⊜ 无论股票在哪个交易所上市，机构投资者总有自己的方式进行大笔股票买卖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型指数，受到学者们的欢迎。如今，该数据库包括了在纽约证券交易所和美国股票交易所以及纳斯达克交易的所有股票。

2006年年末，6 744只股票的总市值为18万亿美元。

图3-2中显示了这个最大的美国企业综合性股票指数中的企业规模和市场资本总额。该指数中排名前500的公司与标准普尔500指数中的公司几乎一致，占所有股票市值的74.6%。总市值排名前1 000位的公司，几乎就等于拉塞尔投资公司（Russell Investment Group）发布的拉塞尔千种增长指数（Russell 1 000）中的公司，占所有股票市值的85.4%。拉塞尔2 000股票指数则包含了该指数中接下来的2 000家公司，占总市值的11.7%。拉塞尔3 000指数则是前两者的加总，占美国所有股票市值的97.1%，剩下的3 744只股票仅占总市值的2.9%。

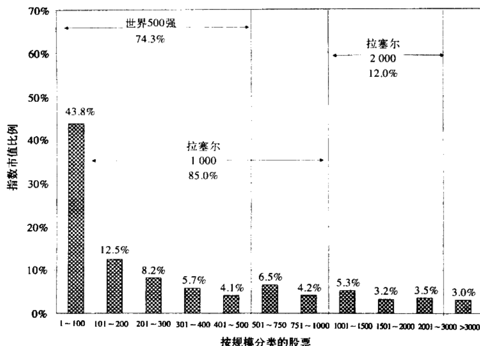


图3-2 证券价格研究中心指数总市值（2007年9月达到18.12万亿美元）

与CRSP回报率指数关系密切的是创建于1974年的道琼斯·威尔夏5 000指数（Dow Jones Wilshire 5 000 Index），其样本股大约包含5 000家公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票指数的回报偏差

因为如标准普尔500指数一类的股票指数都会不断用新上市的公司代替一些原有的公司，所以一些投资者相信这些指数的回报率要高于整个市场的回报率。

但是事实并非如此。业绩最优的股票自然会保留在标准普尔500指数的名单之中，但是一些强劲上行的中小型股票却被这些指数忽略了。比如，微软直到1994年6月才被标准普尔500指数收录在册，而那时微软已经上市8年了。小盘股指数是某些大型增长股票的孵化器，也包含了一些正在走下坡路而被大型指数淘汰的“折翼的天使”。

如果投资者能够完全复制某个指数的回报率，那么该指数就不存在偏差。为了让投资者能够完全根据指数选股，指数的编制者就必须提前公布增加股和删除股的数据，以便投资者可以及时购买新进股票，同时卖掉那些被删除的股票。这对于那些进入破产程序的公司尤其重要：指数必须反映破产后的股票价格（可能是0）。所有的主要股票指数，如标准普尔指数、道琼斯指数和纳斯达克指数都能被投资者复制。⊖ 因此，在统计上，我们没有理由认为以资本额为基准的指数存在偏差。

附录3A 道琼斯工业平均指数中12家原始公司的后续情形

在12家公司中，有2家（通用电气和拉克列德煤气公司）还保留着原来的名字（和行业）；5家公司（美国棉籽油公司、美国烟草公司、芝加哥电气公司、国家铝业和美国北方集团）在原来的基础上发展为大型的公用事业公司；1家公司（田纳西州煤钢公司）被美国钢铁公司兼并；2家公司（美国糖业公司和美国橡胶公司）都在20世纪80年代成为私人所有。令人吃惊的是，仅有1家公司（蒸馏与离产公司）改变了产品类型（从酒精饮料变为石油产品，尽管它仍然生产酒精），也仅有1家公司（美国皮革）进行了破产清算。以下是12家公司（以2007年

⊖ 1 700只股票最初的价值指数线是根据个股变化的几何平均值绘制出来的，因此呈下降趋势。出于这个原因，人们在以后绘制价值指数线时就用算术平均值代替了几何平均值，从而有利于投资者进行复制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3月的市值为准）的基本情况：

美国棉籽油公司在1923年更名为贝斯特食品公司，1958年又更名为玉米制品精炼公司，最后在1969年成为一个在58个国家都设有分支机构的食品生产商——CPC国际公司。1997年，CPC将其棉籽油精炼业务分离出来成立了美国玉米制品国际有限公司，之后公司改名为贝斯特公司。贝斯特于2000年10月被联合利华以203亿美元的价格收购。联合利华的总部在荷兰，现总市值为432亿美元。

美国糖业公司在1970年变为美星集团，1984年成为私人所有。1991年9月，公司为了推销其世界闻名的糖产品多米诺，改名为多米诺食品有限责任公司。

美国烟草公司1969年更名为美国标牌（AMB），接着又在1997年更名为富俊名牌公司（FO），其主要产品有酒精饮料、办公用品、高尔夫设备和家庭用品。美国标牌将旗下包括Pall Mall和Lucky Strike在内的烟草子公司卖给了它曾经的子公司美国烟草工业公司。其现在的市值为121亿美元。

芝加哥电气公司在1897年成为大众天然气照明焦炭公司，1980年又变成了大众能源公司——一个公用事业控股公司。大众能源公司在2006年被WPS资源公司收购，并在2006年改名为密湖能源集团（TEG），其市值为41亿元。大众能源公司直到1997年5月都还是道琼斯公用事业指数的样本股。

美国蒸馏及离产公司的历史漫长而复杂。它曾先后改名为美国制酒厂和平安制酒厂。禁酒令颁布两个月以后，公司修改了公司章程，摇身一变成为美国食品公司，之后又更名为国家蒸馏和化学公司。1989年，公司改名为Quantum Chemical Corp.，这是一家生产石油和丙烷的大公司。在濒临破产的时候，公司被一家汉森企业集团以34亿美元的价格收购，在1996年10月又被分离成为美联公司（MCH）。2004年11月，利安德化工公司收购了美联公司，利安德现在的市值为77亿美元。

通用电气公司成立于1892年，是道琼斯工业指数唯一保留至今的公司。通用电气是一家大型的制造企业和传播公司，旗下拥有全国广播公司（NBC）和CNBC，其市值为3 590亿美元，是目前世界第二大公司。

拉克列德煤气公司更名为拉克列德集团，是圣路易地区的一个天然气分销商。市值为64.7亿美元。

国家铝业在1971年改名为NL工业公司，主要产品为二氧化钛和化工特制品。市值为49.6亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国北方集团在1956年更名为联合电气公司（UEP），主要为密苏里州和伊利诺伊州供电。1998年1月，联合电气公司与思科（伊利诺伊州中部的公用事业提供商）合并组成了Ameren公司。市值为105亿美元。

田纳西州煤钢公司在1907年被美国钢铁公司收购，并在1991年改名为USX-US Steel Group（X）。2002年1月，公司又更名为美国钢铁集团，其市值为102亿美元。

美国皮革公司是本世纪早期最大的鞋类制造商之一，于1952年1月破产，当时支付给股东的仅有1.5美元和一家石油和天然气公司1股的股票，但现在这家公司已经破产。

美国橡胶公司在1961年更名为优耐陆公司(Uniroyal)，1985年8月被私有化。1990年，优耐陆被米其林公司收购，公司市值现为130亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章

Chapter4

标准普尔500指数

半个世纪的美国企业史

大多数我们所认为的生活中的变化都是因为事实有时会与我们的喜好相反。

——罗伯特·弗罗斯特，《黑色农舍》，1914年

目前世界上有三个主要的股票指数，即道琼斯、纳斯达克和标准普尔500，但只有一个成为了衡量美国股票业绩的世界标准。它诞生于1957年2月28日，逐步成长为标准普尔综合指数——这是一个从1926年开始编制的包含了90只大盘股的资本加权指数。具有讽刺意义的是，1926年的指数并没有包括当时世界上最大的一只股票——美国电话电报公司，因为标准普尔不希望这样一个大公司的业绩主导整个指数。为了弥补这个遗漏并考虑到20世纪50年代许多新公司的成长，标准普尔选择了在纽约证券交易所交易的500只最大的股票编制指数，这500只股票涉及的公司包括工业、铁路和公用事业公司。

1957年，标准普尔500指数的市值占主板股票市值的85%，很快它就成为衡量那些投资于美国大盘股的机构和基金经理人业绩的标准。标准普尔500指数最初包括425只工业股票、25只铁路股和50只公用事业股。但这个分类标准在1988年被放弃了，正如标准普尔宣称的那样，这样做的目的是为了“让指数中的股票涵盖经济中主导行业的500家最大的企业”。

自从创立以来，标准普尔指数根据公司的市值、盈利和股票的流动性等标准，不断地更新其样本股。从1957年到2006年，标准普尔指数中新增公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数量为987家，平均每年增加20家。新公司市值平均约占指数总市值的5%。

新公司数量增加最多的一年是1976年，标准普尔指数新纳入了包括15家银行和10家保险公司在内的60家新公司。1976年以前，指数中唯一的一只金融股是消费者融资公司，因为在1971年纳斯达克出现前，银行和保险公司股票都是在场外交易市场交易的，不能获得其实时报价。2000年，科技股泡沫的顶峰时期，标准普尔指数新纳入了49只股票，是自从1976年加入纳斯达克股票后新增公司数量最多的一年。在2003年熊市尾声时，新增股票数量降到历史最低，仅有8只股票。

标准普尔500指数中的行业兴替

过去半个世纪，美国经济变革促进了工业领域的深刻变化。钢铁、化工、汽车和石油公司曾经一度统治了美国经济，如今，轮到卫生保健、科技、金融和其他消费者服务行业崭露头角了。

越来越多的投资者开始从行业角度来分析其资产组合的合理性。1999年，标准普尔与摩根士丹利合作创建了最流行的工业分类体系——全球工业分类标准（GICS）。该体系来源于早期美国政府建立的标准工业代码（旧的标准已经不能适用于我们基于服务业的经济体系）。⊖

全球工业分类体系（GICS）把经济分为10个部门：**材料**（化工、造纸、钢铁和煤矿）；**工业**（资本品、国防、运输、商业和环境服务）；**能源**（石油、天然气和煤矿的开采、生产、营销）；**公用事业**（电、天然气、水和核电站或者传播公司）；**电信服务**（固定电话、手机、无线设施和宽带）；**非日常消费品**（家庭耐用品、汽车、服装、旅馆、饭店、媒体、零售业）；**日常消费品**（食物、烟草、个人用品、零售、超市）；**卫生保健**（设备生产商、医院、制药和生物科技）；**金融**（商业和投资银行、抵押、经纪、保险和房地产）以及**信息技术**（软件服务、互联网、家庭娱乐、数据处理、计算机和半导体）。

图4-1显示了从1957年到2006年各行业的市值在标准普尔500指数中所占的比重，这期间发生了很大的变化。1957年规模最大的材料行业现在变成了规

⊖ 1997年，标准工业代码将加拿大和墨西哥的公司也包括在内，修正的代码体系更名为北美洲工业分类体系（NAICS）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模最小的行业。1957年，材料和能源部门市值几乎占总市值的50%，但如今这两个行业的市值加起来仅有12%。相反，金融、卫生保健和科技曾经是规模最小的3个行业，1957年仅占指数总市值的6%，2007年却几乎达到了50%。

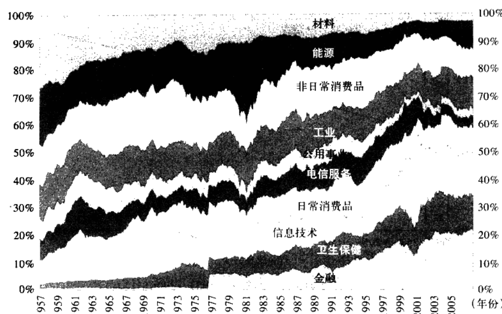


图4-1　行业比重的变化（1957～2006年）

我们应该认识到，从长期来看，股票市场份额的升降并不一定能与投资者回报率的升降联系起来，这点非常重要。因为行业份额的变化通常反映了公司数量的变化，而不仅仅是单个公司价值的变化。特别是在金融部门，像商业和投资银行、保险公司、经纪公司和政府名下的企业如房利美（Fannie Mae）[㊀]和房地美（Freddie Mac）[㊁]都在1957年后逐渐被纳入指数。科技部门的份额也因为新公司数量增加而大幅度上升。1957年，IBM市值占科技行业市值的2/3；2007年，IBM在包含了74家公司的科技行业中仅列第三。

图4-2中反映了过去50年里，全球工业分类体系中10大类行业回报率与其市场份额变化的对比。市场份额增长最快的金融和科技行业的回报率仅为中等。这些行业比重的增加不是因为个别公司价值的增加，而是因为指数中新

㊀ 房利美是全球知名金融机构，2001年度全球《财富》500强排名第71位。——译者注
㊁ 房地美是全球知名的金融机构，2001年度全球《财富》500强排名第131位。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增的许多公司都属于这些行业。

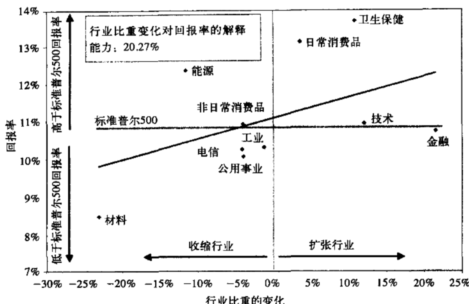


图4-2 行业比重和回报率的变化（1957～2006年12月）

相反，指数中能源行业的市场份额从22%下降到了8%，但是其12.87%的市场回报率却在指数平均回报率之上。统计分析显示，在过去50年里，一个行业的扩张或是收缩对回报率的影响仅为20%。这意味着其他80%的回报率取决于该行业中公司的价值，而非行业本身的成长。扩张迅速的行业往往需要投资者支付高额的价格，从而降低股票的回报率。因此，反而是那些被投资者忽略的停滞不前或是发展缓慢的行业回报率最高，而其价格与基本面相比也较低。

表4-1中列出了1957年标准普尔第一批样本股前20位的公司的业绩。最为突出的特点是，样本股中9个石油公司都位列前十，只有通用电气一家非石油公司位于菲利普斯石油和德士古公司之上，名列第8。尽管石油行业与其他行业相比正在严重地收缩，但所有石油公司的回报率仍然比标准普尔500指数平均回报率高出80～130个基本点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表4-1 排名前20的公司50年期回报率（1957年）

回报率排序	原始公司	1957～2006年回报率(%)	1957年按照市值排序
1	苏康尼美孚石油公司	13.85	13
2	荷兰皇家石油公司	13.75	12
3	新泽西标准石油公司	13.31	2
4	壳牌石油公司	13.28	14
5	印第安纳标准石油公司	13.01	16
6	海湾石油公司	12.78	6
7	加利福尼亚标准石油公司	12.29	10
8	通用电气	12.02	5
9	菲利普斯石油公司	11.98	20
10	德士古公司	11.63	8
11	西尔斯·罗巴克公司	11.52	15
12	IBM	11.35	11
13	美国电话电报公司	10.77	1
14	联合碳化公司	9.99	7
15	杜邦公司	8.26	4
16	伊士曼-柯达公司	7.88	19
17	美铝公司	7.18	17
18	通用汽车	7.05	3
19	美国钢铁公司	6.55	9
20	伯利恒钢铁	—	18
	前10平均	11.37	
	前20平均	11.78	
	标准普尔500指数	10.88	

最初的20家最大公司中业绩最优的是苏康尼美孚石油公司，1966年苏康尼从公司中分立出来并更名为纽约标准石油，美孚石油公司于1999年与埃克森公司合并。业绩排名第二的公司是荷兰皇家石油公司，当它于2002年撤回了所有的外国分公司后，标准普尔将它从指数样本股中剔除。排名第三的公司是新泽西标准石油公司，1972年改名为埃克森，现在是美国乃至全世界市值最大的公司。

第四大公司是美国的壳牌石油公司，1985年被荷兰皇家石油公司收购。接着是印第安纳标准石油公司，1998年与阿莫科石油公司合并。第六位是海湾石油公司，第七位是加利福尼亚标准石油公司，第十位是后来与雪佛龙德士古石油公司合并的得克萨斯石油公司（德士古），而排名第九的则是菲利普斯石油公司，2002年与大陆石油公司合并组成了康菲石油公司。

处于众多石油公司之中的唯一一家非石油公司是通用电气，创建于1892

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，由汤姆森-休斯敦电气公司（Thomson Houston）和托马斯·爱迪生(Thomas Edison)创建的爱迪生通用电气公司(Edison General Electric)合并而成。正如我们在上一章提到的，通用电气是道琼斯原始样本股中唯一一个保留至今的公司。尽管通用电气属于工业行业，但它几乎一半的收入来源于其金融和卫生保健的分公司以及全国广播电台NBC。

标准普尔500指数中还有两家原始样本股公司在过去半个世纪以来表现不俗。一家是西尔斯·罗巴克公司，这要感谢艾迪·兰博特对该公司进行了成功的改组使这个繁杂的零售企业变成了一个充满活力的对冲基金运营商。另一家则是IBM公司，1957年该公司市值占科技行业总市值的2/3，并且从1957年开始，其回报率就一直高于标准普尔的平均回报率。[⊖]

排名前20位的公司中有8家公司的回报率低于标准普尔平均标准，其中有两家值得我们关注：曾经一度是世界上最大公司的美国钢铁和美国电话电报公司在经过工业改革和公司重组以后，虽然其规模急剧缩小，但是并没有就此衰落，反而在2007年走上了复兴之路。

美国钢铁公司于1901年在安德鲁·卡内基和J.P.摩根的主导下，由10个小型钢铁公司合并而成。合并之后，它成为历史上第一家销售额过10亿美元的公司，垄断了美国2/3的市场。为了缓冲能源成本上升的冲击，它于1982年兼并了马拉松石油公司，并将其更名为美国钢铁马拉松。1991年美国钢铁被分离成为一家独立的公司，2003年其股票价值缩水到10亿美元，跟一个世纪之前的规模相当。然而，大力削减成本的方针挽救了这家公司，使它成为仅次于美国米塔尔钢铁公司的第二大钢铁生产商。美国米塔尔钢铁公司则在与其他钢铁公司的竞争中脱颖而出，顺利接收了伯利恒钢铁公司——1957年位列标准普尔500指数第18名的公司——的破产清算资产。

当美国电话电报公司1957年被纳入标准普尔500指数时，它是世界上最大的公司，并将世界第一的位置保持到了1975年。1957年，该公司市值达112亿美元，但在2007年，这个资本额仅能在标准普尔500指数中排在倒数第200名。这家以“Ma Bell”出名的电话垄断巨头在1984年分立成为“Baby Bell”地区供应商。2005年，分离出来的美国电话电报公司被它其中的一个分公司

⊖ 如今IBM仅占科技行业总市值的7%，远远低于微软和思科。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SBC通信公司吞并，在经过其他的兼并活动以后，又于2007年重新回到美国股票市值前20名的位置。如果在23年前Ma Bell分立后，你仍然继续持有Baby Bell的股票，那么美国电话电报公司50年的年均回报率将达到10.77%，几乎与标准普尔500指数的平均回报率相当。

1908年由17家汽车公司强强联合组成的通用汽车公司注定要成为世界上最大的汽车制造商，即使到了2007年这种局面也不会发生改变。而且，在2007年丰田汽车销售额超过通用之前，通用汽车一直是世界汽车销售额排名第一的公司。然而，国外的竞争者和退休员工的医疗保险消耗了通用汽车公司的大量资源，其曾经达到“A”级的信用度也有所下降。但是，尽管遇到了这些困难，通用汽车公司仍然是中国——世界上需求增长最快的汽车市场——最大的国外汽车制造商。我们都想知道，通用汽车是否能像美国钢铁和美国电话电报公司一样，重新获得其在汽车世界里的领先地位。

剩下的4家公司中的3大公司——联合碳化公司（如今是道氏化学公司的一部分）、杜邦和美铝公司全部属于材料行业，在过去半个世纪以来表现一直不佳。第4家公司伊士曼-柯达公司在向数码相机生产商转型时遭到了失败。工会的存在和国外企业的竞争是导致这些公司表现逊色的部分原因。这些从前的商业巨头是否还能重整雄风，我们将拭目以待。

业绩最佳的公司

表4-2列出了标准普尔500指数原始样本股中仍然保持其公司独立结果的排名前20名的公司。表4-3中的前20名公司则包括那些仍然独立存在的公司和被兼并的公司。

表4-2 标准普尔500指数中保持结构独立的前20名业绩最优公司（1957～2006年12月）

排名	1957年的名称	2007年的名称	1957～2006年的回报率(%)	所属行业
1	菲利浦·莫里斯	阿尔特里亚集团	19.88	日常消费品
2	雅培制药	雅培制药	15.86	卫生保健
3	克瑞公司	克瑞公司	15.47	工业
4	默克公司	默克公司	15.43	卫生保健
5	百时美公司	百时美施贵宝公司	15.43	卫生保健

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

排名	1957年的名称	2007年的名称	1957～2006年的回报率(%)	所属行业
6	百事可乐公司	百事有限公司	15.40	日常消费品
7	安美糖业公司	小脚趾圈公司	15.12	日常消费品
8	可口可乐公司	可口可乐公司	15.05	日常消费品
9	高露洁公司	高露洁公司	14.99	日常消费品
10	美国烟草	富俊名牌公司	14.92	非日常消费品
11	亨氏公司	亨氏公司	14.48	日常消费品
12	辉瑞制药	辉瑞制药有限公司	14.48	卫生保健
13	麦格劳－希尔图书公司	麦格劳－希尔公司	14.31	非日常消费品
14	先灵公司	先灵葆雅公司	14.22	卫生保健
15	美国箭牌糖类公司	箭牌糖类有限公司	14.15	日常消费品
16	斯伦贝谢公司	斯伦贝谢有限公司	14.06	能源
17	宝洁公司	宝洁公司	14.05	日常消费品
18	好时公司	好时公司	14.02	日常消费品
19	克罗格公司	克罗格公司	14.01	日常消费品
20	梅尔维尔制鞋公司	CVS连锁药店	13.85	日常消费品

表4-3 标准普尔500指数原始样本股中业绩排名前20的公司（1957～2006年12月）

排名	原始样本股公司	留存下来的公司	1957～2006年平均回报率(%)
1	菲利浦－莫里斯	阿尔特里亚集团	19.88
2	萨奇尔玻璃公司	阿尔特里亚集团	18.61
3	Pepper公司	吉百利史威士股份有限公司	17.92
4	塞拉尼斯公司	塞拉尼斯公司	17.91
5	Lane Brynat公司	Limited Inc	17.84
6	美国罐头公司	法国佩希内公司	17.81
7	通用食品公司	阿尔特里亚集团	17.14
8	洛里拉德	洛兹投资管理公司	17.13
9	加利福尼亚包装公司	阿尔特里亚集团	16.71
10	标准品牌	阿尔特里亚集团	16.60
11	国家乳制品公司	阿尔特里亚/卡夫公司	16.24
12	雷诺烟草	阿尔特里亚集团	15.90
13	纳贝斯克公司	阿尔特里亚集团	15.90
14	雅培制药	雅培制药	15.86
15	Penick&Ford	阿尔特里亚集团	15.75
16	梅里尔公司	宝洁	15.52
17	弗林特马	英国安美糖业	15.50
18	弗吉尼亚－卡罗来纳化工	埃克森美孚	15.48
19	克瑞公司	克瑞公司	15.47
20	Houdaille公司	Privatized/Idex	15.44

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直到现在，排名第一的还是菲利浦–莫里斯公司，它在2003年改名为阿尔特里亚集团。[⊖]早在标准普尔500指数创立的两年前，菲利浦–莫里斯就将万宝路牛仔成功地推向了市场，并使之成为世界上最受欢迎的形象之一。万宝路也变成了世界销路最好的香烟品牌，并推动菲利浦–莫里斯股价持续上涨。

过去半个世纪以来菲利浦–莫里斯的年均回报率都保持在19.88%左右，几乎是标准普尔500指数10.88%的平均回报率的两倍。该回报率意味着如果投资者在1957年3月1日花1 000美元买入菲利浦–莫里斯股票，2006年年末他的总资产就达825万美元，几乎是标准普尔500指数170 000美元的50倍。

菲利浦–莫里斯公司骄人的业绩并不限于20世纪中期。当1925年个股的综合回报率指数刚刚开始编译时，菲利浦–莫里斯就已经是表现最好的公司了。从1925年末到2006年年末，菲利浦–莫里斯股票的年均复利回报率达17.2%，比市场平均回报率高出了7.4%。如果投资者在1925年买入1 000美元的该公司股票，并用以后各年的股利收益进行再投资，那么到2007年其累计资产将达到3.8亿美元。

菲利浦–莫里斯公司的巨大成功不仅让持有期股票的投资者受益，它甚至兼并了标准普尔500指数中其他10家原始样本股公司。持有这些公司股票的投资者因为上述的兼并活动而大赚了一笔。对于许多股票投资者来说，这是意想不到的财富。

公司的坏消息如何变成投资者的利好消息

尽管政府在法律和政策上对烟草业的严格限制不仅威胁到了整个烟草行业，还导致菲利浦–莫里斯公司成本增加了数百亿美元，但该公司的回报率仍然在标准普尔500指数中名列第一。许多读者或许会对这个消息感到十分吃惊。

这是因为，在资本市场里，公司的坏消息对于那些长期持有股票并用股利收益进行再投资的投资者来说却可能是个好消息。如果投资者对一只股票的前景过于悲观，那么这只股票的低廉价格就会使再投资的投资者受益。这些再投资股利收益让那些长期持有菲利浦–莫里斯股票的投资者身价倍增。

⊖ 该公司的股票代号仍然是MO或者“Big Mo”，交易者对它原来的名字——菲利浦–莫里斯仍然充满了感情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

留存下来的业绩最佳股票

菲利浦-莫里斯并不是唯一一家令投资者满意的公司。其他19只排名前20的股票回报率也超出于标准普尔500指数平均回报率3%～5%左右。在这20家公司中，有16家公司集中于两大行业：由国际知名消费品牌公司代表的日常消费品行业和卫生保健行业，特别是大型制药企业。⊖好时巧克力、亨氏番茄酱和白箭口香糖，以及可口可乐和百事可乐都拥有很高的品牌价值，受到消费者的信赖。另外4家公司是：由理查德·克瑞创建于1855年的机械工业品制造企业克瑞公司；富俊品牌公司，其前身是创建于1910年的美国烟草公司，之后从烟草控股公司中分离出来；全球信息提供商麦格劳-希尔公司，由詹姆斯·麦格劳创建于1899年，现在是标准普尔的大股东；1919年法国人斯伦贝谢兄弟创建了斯伦贝谢石油公司。尽管经济和政治环境都发生了巨大的变化，但所有这些公司仍然积极朝着国际市场扩展。

其中，特别值得一提的是CVS公司，1957年标准普尔500指数将当时还是梅尔维尔制鞋公司的CVS公司纳入样本股计算范围。梅尔维尔制鞋公司初创于1892年，1922年以创建者弗兰克·梅尔维尔的名字命名。

过去一个世纪以来，投资者都认为制鞋公司股票没有前途，即使是沃伦·巴菲特也为在1991年收购了Dexter制鞋公司而后悔。但是梅尔维尔制鞋公司十分幸运，1969年公司收购了消费者价值连锁商店（Consumer Value Store chain），专门生产个人保健产品。这个连锁店很快就变成了公司盈利最多的部门，梅尔维尔于1996年更名为CVS连锁药店。所以虽然制鞋公司股票并不是好的投资选择，但它在收购连锁零售药店后，就变成了一座金矿。

表4-3中的其他公司也有相似的情形，业绩最佳的20家公司里既包括那些一直保持独立结构的公司，也包括那些被兼并了的公司。萨奇尔玻璃公司是标准普尔500指数中所有原始样本公司里业绩排名第二的公司，仅次于菲利浦-莫里斯。这是一家20世纪50年代早期的大型牛奶瓶生产商，但是妇女逐渐开始亲自哺乳，以及更加轻便的硬纸盒代替了牛奶瓶，萨奇尔玻璃公司的生意就开始逐渐萧条。对于持有萨奇尔玻璃股票的投资者来说，比较幸运的是，这家公司在

⊖ 富俊名牌公司一半的产品都是日常消费品，但由于它也生产高尔夫设备和家庭用品，所以现在被划为非日常消费品一类。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1966年被Rexall连锁药店收购，后来更名为达特工业公司（Dart Industries）。1980年，该公司与卡夫集团合并，最终于1988年被菲利浦－莫里斯收购。1957年购买100股萨奇尔股票的投资者如果用股利收益进行再投资，那么到2006年年末，其所持有菲利浦－莫里斯股票的数额将达到14万股，市值为1.3亿美元。

扭转劣势的其他公司

随着20世纪80年代媒体、法律和公众对烟草的控诉加剧，菲利浦－莫里斯和另一个烟草业巨头雷诺烟草开始经营品牌食品。1985年，菲利浦－莫里斯收购了通用食品公司，1988年，它又以135亿美元的价格收购了最初名为国家奶制品公司的卡夫食品公司——也是标准普尔500指数的原始样本公司之一。2000年，菲利浦－莫里斯成为纳贝斯克公司的控股公司，最终完成其食品行业的一系列收购行为。

纳贝斯克公司先前的持股公司是KKR。该公司在1989年以290亿美元收购了雷诺兹·纳贝斯克——这是当时历史上最大的一起杠杆收购案——之后，于1991年进行分立。根据我们计算长期回报率的方法，如果一个公司被私有化，在公司分立之前，从收购案中获得的现金都应该放在一个标准普尔500指数基金中，之后，其股票又可以作为首次公开发行股票面世。[⊖]雷诺烟草公司则陆续收购了标准普尔500指数中的6家原始样本公司：Penick&Ford、加利福尼亚包裹公司、德尔蒙食品公司、麦乳公司（1971年被纳贝斯克收购）、标准品牌以及1985年收购的国家软饼公司（National Biscuit Co.）。这些公司最后之所以能够名列业绩最佳前20名，很大部分原因是由于菲利浦－莫里斯的兼并行为。

梅里尔公司也经历了类似的情形。1985年，梅里尔公司被宝洁公司收购，之后又被创建于1901年的生产屋顶材料的弗林特马公司购买。1980年，金斯塔成为公司的大股东后紧接着又被伊马斯科收购，最后，英美烟草公司于2000年将其买入。这一连串的收购案对于股东来说是好消息，因为弗林特马在2004年由于一起石棉诉讼案破产了。

弗吉尼亚卡罗来纳化工被排名前20公司中表现最佳的美孚石油公司收购。

⊖ 如果公司仍然是私人持有的，那么我们假设其回报率与标准普尔500指数的回报率相当。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由法国人莫里斯·霍戴尔在第一次世界大战前建立的 Houdaille Industries公司于1979年被KKR收购，这是当时第一起以1亿美元全部买断的杠杆收购案。1957～1979年，Houdaille Industries公司17.78%的年均回报率已经使得公司能够在标准普尔500指数中名列第12位。⊖

标准普尔500指数原始样本公司的超常表现

指数中500家原始样本公司的一个最突出的特点是，那些从一开始就买入原始的500只股票，并且在未来50年里并不因为标准普尔新增了近1 000只股票而改变其资产组合的投资者的收益将高于最新的指数回报率。原始500家样本公司的年均回报率为11.72%，而最新指数的平均回报率仅为10.83%。这个差距意味着原始股票的累积资产几乎比新增股票累计资产多50%左右。

为什么会出现这样的情况呢？难道那些促进经济增长并促使美国成为经济大国的新增企业比老企业的表现还差？答案是显而易见的。尽管许多新增企业的盈利和销售额都大大超过了原有企业，但投资者为了购买这些股票所支付的价格也远远高于以前。

有资格进入标准普尔500指数的股票市值都必须位居世界500强之列。由于某些投资者的盲目乐观，很容易就将股票的市值哄抬到超常的规模。在20世纪80年代早期的能源危机中，Global Marine、Western Co.一类的公司也被加入到了指数中的能源行业，但它们紧接着就破产了。事实上，在20世纪70年代末和80年代初加入指数的13只能源股票中，有12只都达不到能源行业或者标准普尔平均回报率水平。

标准普尔自1957年以来在科技行业新增的125家公司中有30%都是在1999年和2000年加入的。不用说，这些公司的回报率大多低于市场平均水平。通信行业从1957年到90年代早期几乎没有新增任何公司，但是在90年代后期，世界通信公司（Worldcom）、环球电信（Global Crossing）和奎斯特通信

⊖ 但是，我们可以进一步看看这家公司的发展情况：1987年，新创建的美国艺思达公司（IDEX）从一家英国企业手中买回了Houdaille 6成的股票。艺思达是创新、多样化经营、杰出的写照，其每年的回报率比标准普尔500指数都高出1.5%。如果将这个回报率再算做Houdaille公司的回报率的话，那么其半个世纪以来的回报率将会更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Quest Communicatons）高调入场，但不久之后就宣布破产了。

在上述10个行业中，只有非日常消费品行业新增股票的回报率超过了原始样本股。这个行业的主力是汽车制造商（通用汽车、克莱斯勒和福特及其供应商凡士通和固特异）以及大型零售商（如J. C. Penney和Woolworth's等）。

小结

标准普尔500指数的原始样本股的骄人业绩让许多投资者大吃一惊，但是价值型股票投资者知道，成长型股票往往定价过高，导致投资者的购买成本加大。而那些被投资者忽略的盈利公司的股票价格却往往被低估，如果投资者将其股利收益再次投资于这样的公司，那么其再投资的成本将相对较低，从而增加其最终的累积收益。

对指数中原始500家公司的研究也会让你惊叹于过去半个世纪以来美国经济发生的巨大变化。许多表现名列前茅的公司在保持其50年前的品牌的同时，还积极开拓国际市场。像亨氏番茄酱、白箭口香糖、可口可乐、百事可乐和Tootsie Rolls这样的名牌产品一如既往地享有国际声誉，有些已经有了上百年的历史。

但我们也应该注意到，许多公司在与另一家更强大的公司合并以后，获得了新生。如业绩排名前20的公司中的4个——Dr. Pepper公司、塞拉尼斯公司、美国罐头公司和弗林特马公司现在都属于外资企业。事实上，虽然很多业绩优秀的公司目前还以美国为基地，但以后其总部可能都不设在美国了。外资企业，特别是在1957年标准普尔500指数创建时还处于二线的企业很可能在不久的将来就成为如今的大企业的所有者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章

Chapter5

税收对股票和债券回报率的影响

股票的优势



这个世界上只有税收和死亡是可以确定的事。

——本杰明·富兰克林[1]

税收具有破坏力。

——约翰·马歇尔[2]

对于所有长期投资者来说，其唯一的目标就是使税后实际总回报率最大化。

——约翰·坦普顿[3]

约翰·坦普顿的使税后实际总回报率最大化的目标是所有投资策略的重点，而股票投资就能够实现这个目标。比起固定收益投资，现行的美国税则对资本利得和股利都有很多的优惠政策，因此，股票投资者除了能够获得一个优厚的税前回报外，还能够获得比债券持有者更高的税后收益。

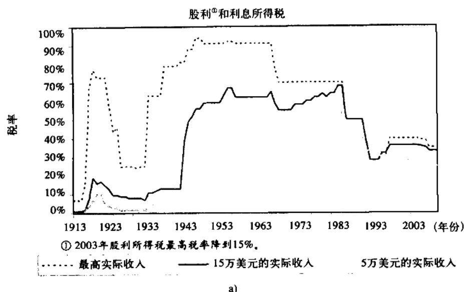
收入和资本利得的历史税负

图5-1a描述了投资者在三种收入水平下股利和利息收入的边际税率：最高税级税率、2006年实际收入为15万美元的投资者使用的税率以及实际收入

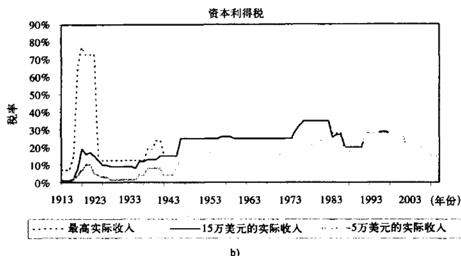
[1] 致M. 勒鲁瓦的信，1789年。
[2] 麦克洛克诉马里兰州案，1819年。
[3] 威廉·普洛克特(William Proctor)引自于“邓普顿投资法则（The Templeton Touch）”，查尔斯·埃利斯(Charles D.Ellis)，经典读物，homewood，III：Dow Jones-Irwin，1989，p. 738。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为5万美元的投资者使用的税率。图5-1b则显示了资本利得的税率水平。



a)



b)

图5-1 联邦税率（1913～2003年12月）

尽管股利收益数量较小，通常都不计入应纳税收入当中，但在2003年以前，股利与利息的税率是相同的，而从2003年开始，股利的税率开始下降。从1930年到2003年，资本利得税率逐渐低于股利税率，而在2003年，股利和资本利得的税率达到相同水平。在本章最后的附录里，我们列出了历史上适

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用于股票投资者的税则。

税后总回报率指数

我们已经在第1章的图1-4中列出了股票、债券、国库券和黄金的实际总体回报率指数。而图5-2描述的则是税收对这些回报率的影响。

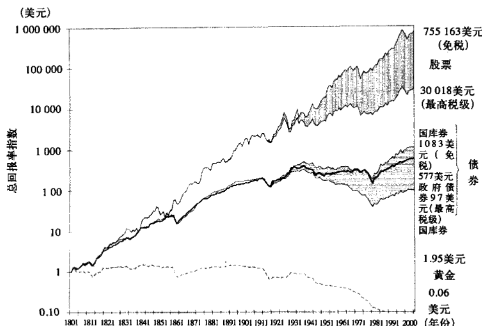


图5-2 不同联邦税级下的税后实际回报率（1802～2006年12月）

- 股票回报率区域内的高线等于图1-4中显示的税前股票实际回报率。这个回报率适用于那些免税的个人或机构。
- 图5-2中股票回报率区域内的低线是假设投资者需要缴纳的股利、利息和资本利得税收都按照最高税级征收，并且资本利得不享受任何延期纳税的优惠。
- 阴影部分表示从最低税率到最高税率投资者的实际总体回报率。

本章所提到的税率仅指联邦税，不考虑州、地方或者房地产税。

税前和税后总回报率的差异非常大。股票税前实际总体回报率累计达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

755 163美元，而某些按照最高税级缴税的投资者税后回报率仅为30 018美元，不到税前的5%。国库券和免除了联邦税的政府债券的实际总回报率也出现了相同的趋势。因为政府债券的票面利率通常低于国库券的票面利率，所以对于免税的投资者来说，国库券的总回报率高于政府债券，但对于大多数应纳税的投资者而言，则恰好相反。

表5-1列出了4个税级下税后实际总体回报率的历史数据。自1913年征收联邦所得税开始，股票的税后实际总体回报率区间就从免税投资者的6.3%到应税投资者的2.8%不等。而在不同税级下，应纳税债券的实际年均回报率1.9%～−0.7%不等，国库券实际回报率区间则0.5%～−2.3%。自从征收所得税以来，政府债券的实际年均回报率就为0.9%。

表5-1　资产税后实际回报率（1802～2006年12月）：复利年均回报率（%）①

		股票（税级）				债券（税级）				国库券（税级）				政府债券	黄金	居民消费价格指数
		$0	$50K	$150K	最高	$0	$50K	$150K	最高	$0	$50K	$150K	最高			
时期	1802～2006年	6.8	5.9	5.6	5.2	3.5	2.8	2.6	2.3	2.8	2.3	1.8	1.5	3.0	0.3	1.4
	1871～2006年	6.7	5.4	4.9	4.2	2.8	1.8	1.5	1.0	1.7	0.9	0.2	−0.3	2.0	0.4	2.1
	1913～2006年	6.3	4.4	3.7	2.8	1.9	0.5	0.0	−0.7	0.5	−0.6	−1.6	−2.3	0.9	0.4	3.3
主要时期	Ⅰ 1802～1870年	7.0	7.0	7.0	7.0	4.8	4.8	4.8	4.8	5.1	5.1	5.1	5.1	5.0	0.2	0.1
	Ⅱ 1871～1925年	6.6	6.5	6.4	6.2	3.7	3.7	3.6	3.4	3.2	3.1	3.0	2.7	3.4	−0.8	0.6
	Ⅲ 1926～2006年	6.6	4.4	3.7	2.8	2.2	0.6	0.0	−0.6	0.7	−0.6	−1.6	−2.3	1.1	1.2	3.0
战后时期	1946～2006年	6.8	4.3	3.4	2.9	1.4	−0.6	−1.2	−1.7	0.6	−1.1	−2.5	−3.2	0.5	0.5	4.0
	1946～1965年	10.0	7.0	5.2	3.8	−1.2	−2.0	−2.7	−3.5	−0.8	−1.5	−2.3	−2.7	−0.6	−2.7	2.8
	1966～1981年	−0.4	−2.2	−3.0	−3.3	−4.2	−6.1	−7.0	−7.5	−0.2	−0.3	−5.2	−6.1	−1.0	8.8	7.0
	1982～1999年	13.6	9.4	9.1	9.1	8.4	4.9	4.5	4.4	2.9	0.8	−0.8	−1.7	2.7	−4.9	3.3
	1982～2006年	9.0	6.4	6.3	6.2	7.3	4.5	4.2	4.0	2.1	0.4	−0.9	−1.7	2.2	−1.2	3.1

① 仅包括联邦税。假设资本利得的持有期限为1年。

尽管税收对股票回报率的影响在下降，但对于固定收益资产的回报率却有非常大的损害。如果一个按照最高税级缴税的投资者在1946年用1 000美元购买国库券，那么其现有资产在缴税并扣除通货膨胀的影响因素以后，仅为138美元，购买力损失达86%。然而，一个按照最高税级缴税的投资者在同一年用1 000美元买入股票，那么现今其总资产会达到5 719美元，实际购买力增加了470%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，对于那些处于最高税级的投资者，1871年以后，短期国库券的税后实际回报率就已经变为负值了，如果将州和地方税也考虑进去的话，这个回报率会更低。相反，那些处于最高税级的股票投资者在相同时期的购买力则是国库券的269倍。

资本利得税延期缴纳的好处

2003年5月，布什总统签发了《2003年就业与进一步减税协调法案》，宣布将股利和资本利得的最高税率降到15%。然而，由于资本利得税是在资产出售时才征收，所以资本利得的有效税率仍然低于股利税率。这种税收延期缴纳的好处就是资产可以以较高的税前回报率累积，而不是像股利一样的税后收益。资本利得相对于股利收入的这个优势叫做延期优势(deferral benefit)。㊀

对于长期投资者而言，这个延期优势的好处十分可观。我们以两只股票为例，一只股利收入的年均收益为10%，另一只仅有10%的资本利得收入。假设一个投资者所处的税级为30%，资本利得税和股利所得税均为15%。对于一个免税的投资者来说，投资两只股票都能获得相等的10%的收益。但是如果投资者需要缴纳税收，那么股利收入所得税股票的收益为8.5%，而如果投资者在30年以后才实现其资本利得的话，那么每年的税后回报率为9.41%，这仅比免税投资者的回报率低了5.9%。

因此，从税收的角度出发，投资者应该偏向于选择资本利得收入而非股利收入。但不幸的是，正如我们将会在第9章提到的，以股利形式实现收入的股票的税前和税后回报率通常比非股利形式实现收入的股票回报率高。如果将股利进行再投资的投资者可以在出售股票时才缴纳再投资股利的税收，那么股利收益将获得与资本利得相同的优势。

通货膨胀和资本利得税

在美国，资本利得税有两种不同的征收基础：资产购入成本（名义价格）

㊀ 那些股利支付比率较高的公司增加投资者回报率的动力更大。但我不打算在这一章讨论这个可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和资产销售价格，而且这两个基础都没有经过通货膨胀率的调整。这个基于名义价格的税收体系意味着即使资产升值幅度小于通货膨胀幅度，即实际购买力下降，出售这项资产时仍然要纳税。

尽管股票价格的升值通常（特别是在长期里）都能弥补投资者在通货膨胀中的损失，但是基于名义价格的税收体系仍然对投资者的收益有很大影响。在回报率既定的情况下，即使通货膨胀率仅为3%，也会导致一个持有期限为5年的投资者的税后平均回报率与通胀率为0的投资者税后回报率相比，每年多遭受31个基点的损失。如果通货膨胀率达到6%，那么年均回报率的损失将会超过65个基点。这种影响称为通货膨胀税(inflation tax)。图5-3列出了在现有税收体系下，不同通货膨胀水平和不同持有年限的通货膨胀税。⊖

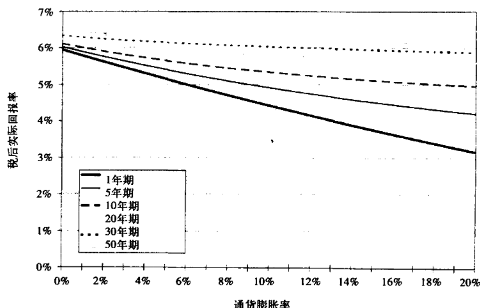


图5-3 持有期限对税后实际回报率的影响

当持有年限较短时，通货膨胀税对税后实际回报率的影响要大得多。因为投资者买卖资产的频率越高，政府对资本利得征税的机会就越多。但是即使是对于那些长期投资者，通货膨胀税也会减少其税后回报率。

⊖ 图5-3假设实际总回报率为7%（实际增值率为5%，股利收益率为2%），资本利得和股利的税率为15%。如果通货膨胀率为3%，那么股票税前名义回报率就为10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府在内部和外部都做了不少努力，希望在现行税收体系中考虑到通货膨胀因素。1986年，美国财政部提出了资本利得指数化的建议，但是该提议一直没有被纳入法律。1997年，众议院将资本利得指数化纳入税法，但是迫于总统否决权的压力，参议院又将其从法律体系中撤出。根据这些提议，投资者仅需要在持有期限内对超过价格水平增加的利得部分（如果存在这部分收入的话）纳税。尽管这项法令目前还没有付诸实践，但是在最近几年内，美联储将尽量保持较低的通货膨胀率，从而减弱通货膨胀税的影响。

有利于股票的税收变化

最近几年，税收的发展趋势越来越有利于股票，包括以下几点：

- 股利和资本利得税率的降低。
- 低通货膨胀减少了加在名义资本利得上的通货膨胀税。
- 股票收益大部分以资本利得形式实现，较少部分以股利形式实现，充分利用了资本利得的税收延期缴纳优势。

资本利得税从1978年最高的35%降到了2003年的15%。2003年以前，当股利所得税从普通所得税中分离出来时，股利所得税的变动范围为战后中期的90%到1998年的30%，最后变为2003年的15%（参见本章附录税则的历史演进）。

因为目前的税法只考虑未经过通货膨胀调整的名义价格，所以通货膨胀实际上增加了资本利得应缴纳的税额。通货膨胀率从1979年的两位数下降到2007年的2%～3%。因为税级是通货膨胀指数化的结果，所以股利所得税率并不直接受通货膨胀的影响。而且，因为资本利得税是在出售股票时才缴纳，所以公司用回购股票的方式来代替股利支付，从而产生更多的资本利得收入。因此，股利的平均收益就从1980年以前的5%降到了2007年的2%。

我们可以计算得出，在税前回报率给定的情况下，以上所有因素在过去30年里都使股票税后实际回报率增加了2%以上。尽管普通收入税率下降也导致债券的税后实际回报率有所上升，但是股票的实际回报率增长还是大得多。在任何资本定价的均衡模型里，对股票有利的税收变化都意味着，股票应该根据一个更高的复合收益定价。我们将在第8章继续讨论这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税收延期账户对股票和债券的选择

对于许多人来说，最重要的储蓄方式就是延税账户（TDA），如基奥计划(Teogh)[㊀]、个人退休账户（IRA）[㊁]和401(K)退休方案[㊂]。许多投资者把他们的大部分股票（如果持有的话）放在延税账户中，而把主要的固定收益资产放在应纳税账户中。

然而，鉴于近年来诸多的税收制度改革，许多投资顾问建议投资者应该反其道而行之。他们认为只有当股票放在应纳税账户中时才能体现资本利得税的优势，因为当投资者从一个延税账户支付现金时，无论其中多少财富是由资本利得和股利收益实现的，个人对所有的现金都要支付普通所得税。

但是，以上建议忽略了两个因素。第一，如果你是一个活跃的交易者或者购买了交易频繁的共同基金，那么你可能在短期内就会实现一大笔资本利得，这样的资产就适合放在延税账户中。另外，延税账户中的交易也不要求累积计算，因为在兑现以前投资者都不需要缴税，而资金来源也不甚重要。

第二，尽管政府对在延税账户中获得的股票资本利得和股利以普通税率征税，但是政府也要承担更多税收损失的风险。如果一个应纳税账户发生了资本损失，政府就会限制你通过普通收入弥补该损失的能力。但是，如果你从一个延税账户中提取资金，那么所有的资金都会被当成应纳税收入，所有的损失就可以从应纳税收入中扣除。因此，将资金放在延税账户中的税后风险会较小。

当我们把所有的因素考虑在内时，对于大多数投资者而言，应该把他们的股票放在应纳税账户里，但比较活跃的交易者除外。如果你的投资计划比较长远，那么股票账户损失的概率将达到最小，所以延税账户分担损失的作

㊀ 这是为自雇者和个体经营者设立的一项税收优惠的退休储蓄计划。——译者注

㊁ IRA是一种个人自愿投资性退休账户。所谓“自愿”是指是否购买IRA完全是投资者个人的决策，所谓“退休账户”，是指这部分资金主要用于投资者退休后的养老用途，即正常情况下，这笔资金只有在投资者退休之后才能够使用；所谓“投资性”，是指居民购买IRA实质上是一种长期的基金投资，即IRS投资没有保底性收益，这点与养老保险有本质区别。相对于养老保险而言，IRA风险较大，但获利机会也更多。——译者注

㊂ 401(K)退休方案是一种由员工、企业共同缴费建立起来的完全基金式的养老保险制度，但企业没有缴费义务。员工可以选择自己401(K)账户的投资方式，且享受收益推迟纳税的政策，直到退休。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用就显得不那么重要了。同时，将那些不需要支付股利所得税的证券如房地产投资信托基金[⊖]和其他收入信托基金放在延税账户里来避税是比较明智的选择。但是，一些风险厌恶型的投资者虽然因为害怕股票的短期波动性而不愿意在其个人账户中持有股票，但却愿意在其退休账户中买入一些股票，因为他们对这种账户有着较为长久的预期，能够承受短期损失。

小结

税收安排对金融资产收益最大化的影响非常大。由于对股利所得税和资本利得税的优惠政策加上资本利得税延期缴纳的好处，因此股票比固定收益资产有着更多的税收优势。随着近年来资本利得税和股利所得税税率的下调，通货膨胀率保持在一个较低水平，公司为了增加资本利得而进行股票回购，股票相对于固定收益资产的税收优势更是在不断增长。这些有利因素促使股票的税后回报率比过去50年增加了2%以上。对于长期投资者而言，股票投资比债券投资更有优势；同样，对于应纳税投资者而言，股票的优势也更大。

附录5A 税则的历史演进

在1913美国宪法第16次修订被批准时，联邦所得税第一次被纳入税收法案当中。1921年以前，资本利得所得税是没有任何优惠的。第一次世界大战期间税率大幅增加，投资者因为实际收益太低纷纷失去了投资热情，并向国会抱怨不应该向其所售的资产征税。国会认为这样的“冻结的投资策略”不利于资产的有效配置，因此在1922年将资本利得所得税的上限设为12.5%。当应纳税收入达到3万美元时——相当于今天的24万美元——就实行这个最高税率。

1934年颁布新的税则，第一次把资本利得的一部分划在了应纳税收入以外，这个政策不仅让富人享受到了资本利得税的优惠，连中等收入的投资者也能从中获利。资本利得的免税比例取决于资产持有期限的长度，如果资产持有期限为1年或1年以下，不得免税，但是如果持有期限超过10年，那么免税比例将增加到

⊖ 房地产投资信托基金是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

70%。由于边际税率在1936年上涨到79%，因此长期资本利得的最大有效税率也就降到了24%。

1938年，税则再次被修订，新税则规定如果资产持有期限大于18个月，资本利得税可以免50%，但最大税率不超过15%。1942年，资本利得税最大税率上调到25%，但是只要持有期限达到6个月，也可以免50%的税。朝鲜战争期间，最大税率由于加了一个1%的附加税而上升到26%，除此之外，直到1969年都一直保持在25%的税率上限。

1969年，超过5万美元的资本利得税的税率上限在几年内被逐步废除，最终50%的免税比例开始适用于所有的税率。由于普通收入所得税的最大税率达到70%，因此导致1973年资本利得税的最大税率为35%。1978年，免税比例达到60%，而资本利得税的最大有效税率降低到28%。1982年当普通收入所得税最大税率降低到50%时，资本利得税的最大税率再次降低到20%。

1986年，税则进一步发生改变，简化了税收结构，并消除了资本利得税和普通收入所得税之间的差异。1988年，资本利得税和普通收入所得税的最大税率达到一致，均为33%，这是自1922年来第一次取消了资本利得税的优惠。1990年，普通收入所得税和资本利得税的最大税率均降到28%。1991年，资本利得税和普通收入所得税之间又出现了微小的差异：后者的最大税率升至31%，而前者仍然保持在28%。1993年，克林顿总统再一次提高税率，将普通收入所得税最大税率提高到39.6%，而资本利得税率保持不变。1997年，国会将持有期限在18个月以上的资本利得税最大税率降到20%，1998年对持有期限的要求下降到12个月。从2001年开始，对于持有期限为5年以上的资产，投资者可以享受18%的资本利得税优惠。

2003年布什总统签署法令将资本利得税和股利所得税最大税率降低到15%，但是规定股利收益必须来自于应纳税企业，而不是如房地产信投基金公司或者投资公司一样的“资金流通”机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章
Chapter6

股票投资的不同观点

市场变化如何超越历史事实



“新纪元”理论认为：只要是“好”的股票（或者蓝筹股）都值得投资，无论它们的价格有多高。这种理论其实就是在“投资”的名义下将一种类似于赌博的狂热逐利行为合理化。

——本杰明·格雷厄姆和大卫·多德，1934年[⊖]

股票投资变成了一项全国性的爱好，人人都为之着迷。

——罗杰·罗文斯坦，1996年[⊜]

1929年10月14日，那是一个阴冷的周一夜晚，欧文·费雪来到位于纽约第二公园大道的建筑家交易俱乐部。这位耶鲁大学的经济学教授和该时期最有名的经济学家即将按照约定在美国采购代理协会（PAA）的每月例会上发表讲话。

费雪被誉为现代资本理论的创始人，但他绝不仅仅是个学院派经济学家。他深入分析和预测了金融市场环境，写下了许多关于卫生保健和投资的时事通讯。他还在自己发明专利的基础上创建了一个非常成功的卡片索引公司，尽管他的家庭背景十分普通，但在1929年夏天，他的个人资产就已经超过了

⊖ Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis*, New York: McGraw-Hill, 1934, p.11.

⊜ Roger Lowenstein, “A Common Market: The Public's Zeal to Invest,” *Wall Street Journal*, September 9, 1996, p.A11.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 000万美元。[1]

会议室挤满了美国采购代理协会的会员和各大媒体。费雪这次演讲的主题是为投资信托基金（共同基金的前身）辩护。但是听众最关心的还是他对股票市场的看法。自从9月初市场预测者兼商业人士罗杰·巴布森预测股票价格将会经历一次严重的下跌以来，投资者就一直非常紧张。[2]但费雪否定了巴布森的悲观主义，认为他预测的熊市不会出现。而公众所期待的正是这位股市中的常胜将军的保证。

费雪没有让观众失望。在一个简短的介绍性评论之后，费雪讲了一句让他终身后悔不已的话，日后还成为了股票市场历史上被引用最多的话。他宣称："股票价格看起来已经到达了一个永久性平稳的高水平。"[3]

10月29日，就在费雪演讲过后的两个星期，股票市场崩溃了。他所谓的"平稳的高水平"变成了无限跌落的深渊。接下来的3年美国经历了历史上最为惨痛的股市崩盘。正如张伯伦骄傲地宣称希特勒在1938年9月签署的《慕尼黑条约》"保证了我们的和平一样"，费雪对股票市场预测也成为这位伟大人物对即将来临的灾难缺乏预见性的愚蠢的见证。

对于公众而言，尽管费雪成功地预测到了20世纪20年代早期的牛市，并正确认识到美联储在创造一个有利经济环境中的重要性，还坚定地维护了投资信托基金，使它们成为公众参与股票市场的最佳途径，但这些过去的成就依然无法挽救1929年的大股灾以后费雪大幅跌落的声望。

但在对费雪的预测做出严厉否定的同时，我们也应该承认他的贡献。就在1929年年末，股票价格几乎恢复到股市崩溃前的50%，而且如果不是美联储——费雪和其他许多投资者都曾经非常信任的机构——的错误决策，股价或许还会继续上升。

就在其他金融系统陆续崩溃而中央银行还在苦苦支撑的时候，历史上最严酷的熊市来临了。20世纪30年代注定要在所有投资者心里留下一个不可磨灭的印记。股票在长期投资上的优势已经经过了长期以来历史数据的证明，

---

[1] Robert Loring Allen, *Irving Fisher: A Biography*, Cambridge: Blackwell, 1993, p.206.
[2] *Commercial and Financial Chronice*, September 7, 1929.
[3] "Fisher Sees Stocks Permanently High," *New York Times*, October 16, 1929,p.2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并成为股票市场发展过程的基本原理，但是这一点也在投资者不顾股票的内在价值而疯狂抛售时被忽视了。公众和专家对于股票的态度都像市场本身一样反复无常。

股票投资的早期观点

在整个19世纪，人们都认为股票只是投机者和内部人员的领域，绝对不适合保守投资者生存。直到20世纪早期，研究者才开始意识到在某些经济环境下，股票也不失为一种合适的投资方式。20世纪20年代早期，欧文·费雪就坚持股票业绩在通货膨胀时期将优于债券，而在通货紧缩时期，普通股的业绩就不如债券。[一]这个观点成了20世纪早期的主流观点。

20世纪20年代的金融分析师和投资经理人埃德加·劳伦斯·史密斯推翻这个流行的认知。史密斯第一次提出，普通股的多样化投资组合的回报率不仅在商品价格上升时高于债券，在商品价格下降时也是如此。史密斯在一本出版于1925年名为《普通股长期投资》（*Common Stock as Long-Term Investments*）的书里发表了他的论点。在导言中，他说道：

> 那些先入为主的理论通通失败了，而这些研究就是一系列失败的记录……（理论认为）即使在（商品价格下降时期），高级债券仍被证明是一种更优的投资方式。[二]

通过研究自美国内战以来的股票回报率，史密斯发现无论是在商品价格上升还是下降时期，股票的业绩都优于债券，他还发现投资者在通过出售股票获利之前不需要等待太长的时间（通常在6～15年之间）。他总结道：

> 我们发现有一种动力可以促使股票本金朝着增值的方向发展……除非我们非常不幸地在一轮显著上涨以后的高点进入股市。市值低于投资成本的时期一般相对较短，所以我们的风险一般只有在这种极端情况下才会出现。[三]

[一] Irving Fisher, *How to Invest When Prices Are Rising*, Scranton, Pa.: G. Lynn Sumner & Co., 1912.

[二] Edgar L. Smith, *Common Stocks as Long-Term Investments*, New York: Macmillan, 1925, p.v.

[三] 同上，p. 81。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史密斯的结论不仅通过了历史的检验，而且非常具有前瞻性。尽管1929年股灾比史密斯预测的还严重得多，但是那些当年市场高峰期进入股票市场的投资者仅仅花了15年的时间就挽回了损失。第二次世界大战以后，股价恢复期的缩短更是大大超过了史密斯的预期。自1945年以来，在经历了股市大跌以后投资者的资本恢复到原始投资额（包括再投资的股利）最长的恢复期是从2000年8月到2006年4月的5年零8个月。

史密斯理论的影响

史密斯的书是在历史上的一个大牛市之初开始写的。他的结论引起了学术界和投资界的轰动。最具威望的周刊《经济学家》写道："每个聪明的投资者和股票经纪人都应该研究史密斯先生这本十分有意思的书，然后分别验证那令人吃惊的结果。"㊀

欧文·费雪把史密斯的研究当成对他长期投资观点的认同。费雪认为，在一个通货膨胀不确定的世界里，债券投资的安全性是被高估了的。费雪总结了他的新发现：

> 现在看来，市场夸大了"安全"证券的安全性，并且为之付出太多；市场也低估了风险证券的风险，并对其回报太少。市场的短期回报过高，而长期收益过低。最后，还错误地认为债券货币收入的稳定性就等于实际收入的稳定性。但是事实上，从实际收入或者购买力的稳定性来看，普通股多样化投资要优于债券投资。㊁

史密斯的观点迅速传遍了大西洋彼岸，成为英国许多论坛里讨论的主题。英国伟大的经济学家凯恩斯——商业周期理论的创始人，该理论被后代许多人奉为经典——怀着激动的心情阅读了史密斯的书。凯恩斯说：

㊀ "普通股投资"(Ordinary Shares as Investments),《经济学家》(*The Economist*), 1925年6月6日, p. 1141。

㊁ 摘自于欧文·费雪为Kenneth S.Van Strum的《购买力投资》(*Purchasing Power*)一书所写的序，纽约：巴朗公司，1925, p. vii。Van Strum是《巴伦周刊》(*Barron's Weekly*)作家，是史密斯理论的追随者，并对其作了进一步的研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史密斯先生的成就十分杰出。他发现在各种情况下，无论商品价格上升还是下降，普通股的长期业绩都是最好的……美国过去50年的实践经历给人的印象是：由于投资者和投资机构对于债券安全性的偏好和对股票投机性的厌恶导致了债券价值的相对高估和股票价值的低估。

基金经理也很快认识到了史密斯的贡献。哈特利·威瑟斯在《伦敦投资者编年史》(*London Investors Chronicle*) 和《货币市场回顾》(*Money Market Review*) 中写道：

那些传统投资者和他们的投资顾问在长期内都保持一个习惯，把持有普通股作为一种投机甚至幼稚的行为，这样的习惯根深蒂固，以至于他们公开讨论一些已经被广泛接受的观点时还非常犹豫。比如普通股在某些情况下确实比……债券安全，即使是那些后来被用来进行多样化投资的金边债券。㊀

史密斯的文章被发表在如《经济统计评论》(*Review of Economic Statistics*) 和《美国统计协会期刊》(*Journal of the American Statistical Association*) 等一些很有名气的杂志上。㊁其他学者的研究进一步证明了他的结论。当西格弗里德·斯特恩公布了从第一次世界大战开始到1928年关于13个欧洲国家普通股的回报率的研究后，史密斯开始在国际上享有很高的声誉。斯特恩的研究显示，美国以外的其他国家的普通股投资相对于债券和其他金融资产的优势已经超过了美国金融市场。㊂

普通股投资理论

随着《普通股投资理论》一书的出版，显示股票优越性的研究就逐渐被人们所认识了。㊃史密斯本人十分谨慎，尽量做到不夸大其发现。他写道：

㊀ 早在17世纪，英国政府经议会批准，开始发行了以税收保证支付本息的政府公债，该公债信誉度很高。当时发行的英国政府公债带有金黄边，因此被称为金边债券。在美国，经权威资信评级机构评定为最高资信等级（AAA级）的债券，也称金边债券。后来，金边债券一词泛指所有中央政府发行的债券，即国债。——译者注

㊁ Edgar Lawrence Smith, "Market Value of Industrial Equities," *Review of Economic Statistics*, vol.9(January 1927),pp.37-40, and "Tests Applied to an Index of the Price Level for Industrial Stocks," *Journal of the American Statistical Association*, Supplement(March 1931), pp.127-135.

㊂ Siegfried Stern, *Fourteen Years of European Investments*, 1914-1928, London: Bankers' Publishing Co., 1929.

㊃ Chelcie C. Bosland, *The Common Stock Theory of Investment, Its Development and Significance*, New York: Ronald Press, 1937.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 如果选取核心产业中具有代表性的公司股票进行多样化分散投资，那么在一定时期内，这些以复利计算的本金必然会增加……这样的股票持有方式在一段时间内可以保证价值持续增加并获得比目前商业票据利率更高的平均回报率。㊀

20世纪30年代布朗大学的经济学教授切尔斯·波斯兰宣称普通股理论通常误导人们不考虑股票价格而盲目投资。波斯兰说：

> 1922年以后购买普通股获利的可能性大于损失的可能性。即使在一个具有上升趋势的循环周期里，许多人仍然相信普通股是长期投资的最佳选择。所以人们广泛地参与到了这个利润创造的过程中来，“坚信繁荣的心态”遍布各处。毫无疑问，普通股理论给那些彻头彻尾的投资者吃了一颗定心丸，让他们觉得自己的行为是有科学依据的。㊁

观点的急剧变化

但是普通股的辉煌时代并没有持续太长时间。股市崩溃毁坏了股票安全而可靠的形象，使之变成了垃圾，同时也使宣称股票是长期投资最佳选择的史密斯失去了忠实的拥护者。知名投资银行家和作家劳伦斯·张伯伦说：“普通股作为长期投资手段，并不像人们想象中的那样优于债券，因为它们根本就不是投资，而是投机。”㊂

普通股投资理论遭到了全面的攻击。1934年，投资基金经理本杰明·格雷厄姆和哥伦比亚大学金融系教授大卫·多德合写了一本名为《证券分析》(*Security Analysis*)的书，这本书很快就变成股票和债券价值分析方法的圣经。在不断的再版过程中，这本书对学生和市场专业人士产生了持久的影响。

格雷厄姆和多德毫不留情地批判了史密斯的观点，认为他的理论貌似可信实则十分荒谬，正是这些理论导致人们在20世纪20年代狂热地购买股票。他们写道：

㊀ Smith, *Common Stocks as Long-Term Investments*, p.79, emphasis added.
㊁ Bosland, *The Common Stock Theory of Investment*, p.4.
㊂ Lawrence Chamberlain and William W. Hay, *Investment and Speculations*, New York: Henry Holt & Co., 1931,p.55, emphasis his.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，大量自欺欺人的投机者必然有其冠冕堂皇的借口……在新一轮牛市里，通过多样化投资获得长期收益必须建立在理性的基础上。新时期理论喜欢夸大交易量的上涨程度。这就是史密斯在出版于1924年的《普通股长期投资》中宣扬的观点。

大崩盘后关于股票回报率的观点

所有人都在这次股市崩溃中损失了毕生的积蓄，当这个消息传开时，那些仍然相信股票优于其他金融资产的观点听起来就十分滑稽可笑了。

20世纪30年代末，考列斯经济研究委员会的创始人阿弗雷德·考列斯创建了资本加权股票指数，并计算了1871年以来在纽约证券交易所交易的所有股票的资本加权值。考列斯检验了包括再投资股利收益在内的所有股票的回报率，他最后总结道：

在1871～1926年这段时期内，有充分的证据显示：股票一般按照其实际价值——这可以用投资者所获得的回报来衡量——的3/4出售。[⊖]

而且，考列斯直截了当地把1929年股市崩溃的责任归在了政府身上，他认为不断增加的税收和政府的控制是导致股票价格下跌的直接原因。

随着股市逐渐从大萧条中恢复过来，股票的回报率似乎呈现出了一个新面貌。1953年密歇根大学的两位教授威尔福德·埃特曼和弗兰克·史密斯公布了他们关于所有在1936年交易额超过100万美元的工业公司的投资回报率的研究成果。他们发现，在不考虑市场周期的情况下，通过规律地购买者这92只股票（一种叫做平均成本的策略）[⊜]就能在接下来的14年里实现12.2%的平均回报率，这个回报率远远超过了那些固定收益资产的回报率。12年后，他们对曾经研究过的股票再次进行分析，尽管没有对在这段时间内新出现的公司或者发展迅速的公司进行调整，但结果表明，这次研究得到的回报率更高。他们写道：

⊖ Alfred Cowles III and associates, *Common Stock Indexes 1871-1937*, Bloomington, Ind.: Pricipia Press, 1938,p.50.

⊜ 平均成本策略是指投资者每月购买固定金额的股票或者基金,而不管股票或者基金的价格如何。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一个普通股资产组合按照如本文一样笨拙的方法选股，都能获得14.2%的年均复利回报率，那么即使是一个对市场环境了解有限的散户也可以把他的积蓄投入到一系列普通股中，假以时日，相信他手中持有的股票不仅能保证其本金的安全，还能带给他一个不低的年均收益率。㊀

许多人对埃特曼和弗兰克·史密斯的研究表示怀疑，因为它没有包括1929～1932年的股市大崩溃。但是1964年，芝加哥大学的两位教授劳伦斯·费雪和詹姆斯·洛里分别研究了1929年股票市场的崩溃、大萧条和第二次世界大战期间的股票回报率。㊁费雪和洛里总结道，在1926～1960年整整35年里，股票的回报率明显比其他金融资产高（据他们的报告，年回报率为9.0%）。他们甚至把税收和交易成本也纳入其回报率计算中，结果是：

也许让许多人都感到十分吃惊，股票回报率居然可以保持如此高的水平……众多投资者宁愿选择一个低回报率的资产而放弃普通股正表明了他们保守的本性以及对普通股内在风险的关注。㊂

10年后，罗杰·伊博森和雷克斯·辛克费尔德在一篇名为《股票、债券、国库券和通货膨胀：各年历史回报率（1926～74）》（*Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: Year-by-Year Historical Return*(1926～74)）的文章里公布了一个关于回报率的更加详尽的资料。㊃他们承认自己的研究受惠于洛里和费雪，并进一步确认了股票作为长期投资方式的优势。他们的数据被编入年鉴并被频繁引用，而且经常被研究者作为证券业回报率基准。㊄

大牛市的开始

伊博森和辛克费尔德在大萧条以后的严重熊市的末期发表了他们的研究。

㊀ Wilford J. Eiteman and Frank P. Smith, *Common Stock Values and Yields*, Ann Arbor: University of Michigan Press, 1962, p.40.

㊁ "Rates of Return on Investment in Common Stocks," *Journal of Business*, vol.37(January 1964), pp. 1-21.

㊂ 同上，p .20。

㊃ *Journal of Business*, vol.49(January 1976), pp.11-43.

㊄ *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation Yearbooks*, 1983-1997, Chicago: Ibbotson and Associates.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于越南战争、严重的通货膨胀和欧佩克石油禁运的影响，股票实际回报率从1966年年底到1982年夏天一直都是负值。但随着美联储成功地遏制了通货膨胀和利率的大幅下跌，股票市场在1982年8月开始进入新一轮的大牛市。道琼斯指数从790点开始狂涨，年底就超过了1 000点，刷新了历史纪录。

虽然许多人对这次牛市心存怀疑，但仍然有一些分析家对市场趋势持乐观态度。E. F. 赫顿（E. F. Hutton）的主席兼董事长罗伯特·佛蒙在1983年10月宣称“我们处于一个股票新世纪的黎明时期”，他还大胆地预测道琼斯指数将在20世纪80年代末涨到2 000点甚至更高。

但即使是佛蒙也过于保守了，因为道琼斯指数在1987年1月就突破了2 000点。除了我们将在第16章提到的1987年10月的股价大跌，股票价格在其他时间内都保持稳定的上涨，道琼斯指数在萨达姆1990年8月入侵科威特之前就涨到了3 000点。海湾战争和房地产危机导致了第二次熊市，但是这次熊市跟1987年的股价大跌一样，很快就过去了。

海湾战争中伊拉克的失败造就了股票市场历史上最惊人的10年。随着冷战的结束，美国将大量用于军事的支出转向国内消费，从而保持了持续的经济增长和低通货膨胀率。美国人的注意力转向了国内，不断增加的就业机会和退休保障很好地安排了第二次世界大战后“婴儿潮”中出生的人口。

1991年3月，道琼斯指数迅速恢复到3 000点。几乎没人相信这种趋势会持续下去。1992年，《福布斯》发表了一篇名为“人们所做的疯狂的事就是认为股票价格是理性的”（The Crazy Things People Say to Rationalize Stock Prices）的封面文章来警告投资者。文章认为，股票目前正处于“投机性的狂热购买中”，还引用了雷克伯在1929年市场高点时愚蠢的建议来劝告投资者。[⊖]

但是如此谨慎是没有意义的。在1994成功地遏制了通货膨胀以后，美联储降低了利率，道琼斯指数紧接着在1995年年初涨到了4 000点。当道琼斯指数达到4 300点时，《商业周刊》在1995年5月15日一篇名为“道琼斯指数达到5 000点？别笑”（Dow 5000?Don't Laugh）的文章中为牛市的持久性辩护。道琼斯指数很快在11月超过了5 000点，并在11个月后达到6 000点。

⊖ William Baldwin, "The Crazy Things People Say to Rationalize Stock Prices," *Forbes*, April 27, 1992, pp.140-150.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1995年年末，股票价格的持续上涨引发了更多分析师的警告。欧普海默公司（Oppenheimer）首席投资组合规划师麦克尔·梅茨、美林证券的查理斯·克鲁格和摩根士丹利的韦恩对这次牛市反弹的基础深表怀疑。1995年9月，所罗门兄弟公司首席股票策略分析师大卫·舒曼写了一篇名为“恐惧和贪婪”（Fear and Greed）的文章，他认为现在的市场氛围和1929年及1961年高点时十分相似。舒曼宣称牛市的持续要以理性为基础，并提到埃德加·史密斯和欧文·费雪在20世纪20年代的研究，费雪在60年代的发现，还有笔者出版于1994年的本书第1版中的观点。舒曼的长期研究以股利增长为基础，着重强调了其股票长期熊市的观点。[1]

过度投机的警示

1996年标准普尔500指数的市盈率达到20，明显高于战后平均水平。市场上出现了更多的警示。著名金融评论家兼作家罗杰·罗文斯坦在《华尔街日报》上说：

> 股票投资已经变成了一个全国性的爱好，人人都为之着迷。人们可能诋毁他们的政府、学校、他们迷恋的体育明星，但是他们对于市场的信念是坚不可摧的。[2]

《纽约时报》的首席金融评论家弗洛伊德·诺里斯通过发表在1997年1月的一篇名为“我们所相信的市场上”（In the Market We Trust）的文章回应了罗文斯坦的观点。[3]坚信固定收益资产经常在20世纪80年代引起债券市场波动的观点的所罗门兄弟公司的亨利·考夫曼宣称“对金融市场的乐观主义被夸大了”，他还引用了乐观主义者如欧文·费雪的预测“股票价格已经达到了一个稳定的高点”来作为反例。[4]

---

[1] 3个月后，1995年12月，舒曼屈从于牛市一方，承认其长期关注股利收益的方法是不对的。
[2] Roger Lowenstein, "A Common Market: The Public's Zeal to Invest," *Wall Street Journal*, September 9, 1996, p. A1.
[3] Floyd Norris, "In the Market We Trust," *New York Times*, January 12, 1997.
[4] Henry Kaufman, "Today's Financial Euphoria Can't Last," *Wall Street Journal*, November 25, 1996, p. A18.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市末期的诸多警告并不仅仅来自于华尔街，学者们也开始不断研究股票价格史无前例的上涨现象。耶鲁大学的罗伯特·希勒和哈佛大学的约翰·坎贝尔的一篇学术水平非常高的文章显示，市场已经被严重高估，他们还在1996年9月初将这个研究呈给了美联储。㊀

随着道琼斯指数突破6 400点，时任美联储主席艾伦·格林斯潘于1996年12月5日在华盛顿召开的美国企业研究所（AEI）的年度聚餐前发表的讲话中发出了警告。他问："当非理性的繁荣大范围超出了资产价值，从而变成我们无法预期的正如日本在过去10年里表现出来的通货紧缩时，我们该如何得知呢？而我们在制定货币政策时又当如何处理这些因素呢？"

他的话产生了激动人心的影响，而"非理性繁荣"这个短语也成为格林斯潘担任美联储主席期间的著名言论。随着他的演讲通过网络传遍世界各地，亚洲和欧洲的市场开始急剧跌落，第二天华尔街的早市也出现低开。但是紧接着投资者又迅速挽回了损失，当天纽约证券交易所的收盘价仅仅比前一天跌落了少许。

从那天开始，道琼斯指数又开始不断向上攀升，1997年2月该指数冲破7 000点，7月份就达8 000点。甚至连《新闻周刊》的一篇名为"嫁给市场"的警示文章也丝毫不能平息投资者的热情，这篇文章描述了美国和牛市之间在华尔街上的"婚礼"故事。㊁

股票市场成了中等收入和高收入者的主要战场。关于多样化组合投资的商业书籍和杂志以及所有商业新闻频道，特别是CNBC吸引了大量的观众。酒吧、机场和其他公共场所的电视毫无例外地在转播商业频道。电子行情指示器和所有信息平台遍布了主要商学院的餐厅、酒吧甚至休息室。游艇和世界上一些位于偏僻之地的名胜都能收到所有的金融频道。即使在35 000千米的高空，飞机上的乘客也可以从装在前排座位后面的电话视频中看到最新的道琼斯指数和纳斯达克指数。

通信技术的发展进一步刺激了本来就已经高涨的市场。网络服务提供商

㊀ Robert Shiller and John Campbell，"Valuation Rations and the Long-Run Stock Market Outlook," *Journal of Portfolio Management*, vol.24(Winter 1997).

㊁ 主流新闻期刊上的封面故事都不具有时效性。《商业周刊》1979年8月13日的封面文章"股票之死"发生在股市最高点的14年以后，而3年后又迎来了大牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如美国在线可以保证投资者在世界上任何地方与其股票保持联系。投资者可以从网络聊天室、财经网页或者电子邮件中轻而易举地发现很多有用信息。CNBC受到很多人的欢迎，以至于主要的投资公司要求其所有的经纪人通过电视或者笔记本电脑收看这个频道，以便领先于客户完成限价买入。

而且，牛市似乎不受金融和经济波动的影响。第一次亚洲金融危机——我们会在第10章进一步讨论——将1997年10月27日的市场大盘拉低了554点，市场交易暂时关闭，但这对投资者的热情并没有太大影响。

在接下来的一年里，俄罗斯政府难以还清其债务贷款；世界第一大对冲基金长期资本管理（Long-Term Capital Management）被卷入了数万亿美元的投机行为以至于无法继续运营。市场显得有些力不从心，美联储为了复兴金融市场决定实行基金拯救计划。这些事件使道琼斯指数下降了近2 000点，但是美联储3次下调利率的行为使市场重新振兴。1999年3月29日，道琼斯指数收于10 000点，之后在2000年1月14日收于11 711.98点，再次破纪录。

牛市的巅峰

与以往一样，牛市的出现让某些人认为这种上涨的趋势会不断持续下去。1999年，两位经济学家詹姆斯·格拉斯曼和凯文·哈塞特出版了一本名为《道琼斯指数36 000》(*Dow 36 000*)的书。在书中，他们认为尽管道琼斯工业平均指数增长非常迅速，但是市场总体上仍然是被低估了的，其实际价值应该是现在的3倍，即36 000点左右。他们还宣称自己的分析是建立在本书的观点之上的。由于我在书中提出，名义（非指数化）债券在长期内的风险与股票一样大，因此他们就错误地认为股票价格应该上升到足够的高度来减少它们相对于债券的收益，而他们所认为的合理的股票价格纯粹就是一个天文数字。[⊖]

虽然这些自命为权威的研究者把注意力集中在了道琼斯指数上，但此时的纳斯达克指数才真正反映了市场的情况。随着公众对计算机、网络、移动通信和网络公司股票的热情增长，这个曾经一度低迷的柜台外交易市场迅速

⊖ 之后，我立刻在《华尔街日报》上发表文章为自己辩护，否定了他们的观点，我还提出，股票回报率必须超过美国财政部发行的通货膨胀指数债券的回报率，当时这种债券的回报率已经达到了4%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升温。由于投资者狂热地交易思科、Sun公司、甲骨文公司和JDS Uniphase等其他在10年前几乎不存在的公司股票，纳斯达克的交易量使得纽约证券交易所黯然失色。交易最热的板块是互联网，24只网络公司股票构成的网络指数从1997年11月的142点上升到2000年3月10日的1 350点。

熊市及其后遗症

2000年3月10日，在纳斯达克指数达到顶峰的同时，许多网络和科技股票指数也都达到了高点。当科技资本支出出乎意料地放慢脚步时，泡沫破灭了，严重的熊市来临。按照标准普尔500指数的计算，市场在2000年3月10日和10月9日之间下跌了49.15%，比1972～1974年的熊市48.2%的损失还要严重，是大萧条以来最严重的一次熊市。对于这次灾难，还应该补充一点，那就是最近几次熊市并没有引起严重的通货膨胀，所以经过通货膨胀调整以后的下跌并不是非常严重，2002年熊市中的小盘股并没有像20世纪70年代那样暴跌。

即便如此，股票市场市值下跌总额仍然超过了9万亿美元，是迄今为止历史上最惨重的损失。熊市分两波来袭，第一波主要是科技股泡沫的破灭致使纳斯达克指数在2001年夏天缩水70%，非科技股在这次冲击中并没有受到太大影响；第二波冲击则是由安然公司和其他许多公司，包括一些如通用电气等的财务丑闻引起的。

正如牛市产生乐观主义者一样，股票价格的崩溃也引发了悲观主义浪潮。2002年9月，太平洋投资管理公司债券交易部门的法律代表兼最大共同基金的管理者比尔·格罗斯发表了一篇名为“道琼斯5 000”（Dow 5 000）的文章，他在文章中说道，尽管市场正在急速下降，但是股价仍然位于基于经济基础之上的适当水平。我们将会在下一章讨论这个问题，以上分析的错误在于它只关注投资收益的历史增长，而忽略了影响未来收益增长情况的股利分配政策和投资政策的改变。在这短短几年的时间里，既有经济学家宣称道琼斯指数的适当数值应达到36 000点，也有经济学家认为指数应该止步于5 000点。

熊市使公众对股票投资的热情迅速减退。公共场所的电视用体育和好莱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坞八卦新闻代替了CNBC。一位酒吧老板对当时的情形做了十分形象的描述："人们在静静地舔着自己的伤口，不再与任何人谈论股票，话题又回到了体育、女人和游戏上。"

熊市同样也让许多专家学者对股票的优越性产生了怀疑。因为债券的收益率也降到了4%以下，所以投资者并不把债券当作股票的有价值的备选投资，许多人反而转向了其他前景可能光明的非传统资产。

1985年以来担任耶鲁大学投资办公室主任的大卫·斯文森似乎对此提出了解决办法。在牛市的顶峰时期，他写了一本名为《机构投资与基金管理的创新》(*Pioneering Portfolio Management*）的书，大力赞扬"非传统"（通常流动性比较差）资产的质量，如私募股权、[1]风险投资、[2]房地产、timber和对冲基金。[3]对冲基金（hedge funds）——基金经理认为这是一种可以以任何方式进行投资的基金，也是斯文森最为推崇的一种反传统资产——开始受到人们的欢迎。[4]1990年对冲基金的总额仅为1 000亿美元，而2007年就达到1.5万亿美元。

同时，对冲基金资产的繁荣也将许多非传统资产的价格拉升到了一个前所未有的高度。一位曾经成功推动非传统基金发展的基金经理人杰里米·格兰森在2007年4月称："在这些变动后，大多数多样化组合资产和非传统资产的价值都被过度高估了。"相反，2007年年初股票的价格特别是大型资本加权型股票却正在接近其历史平均水平，而许多对冲基金的出价都在大型上市公司的市场价格之上。

尽管股市泡沫破灭，非传统投资者获得了巨大成功，但许多散户依然把股票作为他们长期投资的最佳选择。耶鲁大学的罗伯特·希勒教授收集的数据证实，尽管2001～2002年出现了严重熊市，但至2007年1月，仍有3/4的投

[1] 私募股权投资，从投资方式角度看，是指通过私募形式对私有企业，即非上市企业进行的权益性投资，在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制，即通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利。——译者注

[2] 广义的风险投资泛指一切具有高风险、高潜在收益的投资；狭义的风险投资是指以高新技术为基础，生产与经营技术密集型产品的投资。根据美国全美风险投资协会的定义，风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、具有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。——译者注

[3] 对冲基金（也称避险基金或套利基金）意为"风险对冲过的基金"，起源于20世纪50年代初的美国。当时的操作宗旨在于利用期货、期权等金融衍生产品以及对相关联的不同股票进行实买空卖、风险对冲的操作技巧，在一定程度上可规避和化解投资风险。——译者注

[4] Hedge这个词表示"弥补"，如某个国外市场上的投资者可能希望通过未来市场上的交易来弥补目前交易中的损失。对冲基金市场一般与股票市场处于相反的态势，但并不绝对。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

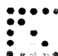
资者认为股票是最佳的长期投资方式。⊖

这样的观点有充分的理由，因为从2002年10月股市达到最低点到2006年年末这段时间，股票年均回报率达到15%。2007年，比较流行的资本加权指数衡量的股票价格几乎全部都处于高点，已经弥补了它们在熊市中的全部损失。

上个10年的牛市和熊市的交替出现与以前的牛市和熊市没有什么区别。当股价上涨、牛市出现时，投资者在牛市顶峰会找一些理由来使自己相信这个牛市还会再创新高。而熊市来临以后，人们则对以后的市场失去信心，这时，几乎所有的人都会支持股票长期投资优势的历史证据。投资者如何才能摆脱这些摇摆不定的预言家，真正准确地估计未来市场的回报率呢？ 这就是我们下一章讨论的主题。

⊖ 罗伯特·希勒，耶鲁学院股票市场管理秘密指数（Yale School of Management Stock Market Confidence Indexes），http://icf.com.yale.edu/confidence.index。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分
Part2

价值、风格化投资和全球市场

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

SHORT SELLING O

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章
Chapter7

股票市场价值的来源和衡量方法



即使购买（普通股）的根本动机纯粹是投机性的贪婪，人的本性也会习惯于将这个令人讨厌的动机隐藏在一个极具逻辑性和判断力的外表下。

——本杰明·格雷厄姆和大卫·多德，1940年[1]

不祥的回报率

1958年夏天，对于那些按照股票市场价值长期指标进行投资的人来说，发生了一件大事。长期政府债券的利率有史以来超过了普通股股利收益率。

《商业周刊》在1958年8月的一篇名为“不祥的回报率”（An Evil Omen Returns）的文章里谈到了这件事，警告投资者当股票收益率接近债券收益率时，市场衰退就要来临了。[2]1929年的股票市场崩溃就是由股票股利收益率小于债券收益率引起的。1891年和1907年的股市下跌也发生在当债券收益率与股票股利收益率相差不到1%的时候。

如图7-1所示，在1958年以前，股票年均股利收益率总是高于长期利率，金融分析师们认为这是市场的常态。股票的风险比债券大，所以收益理所当

[1] “The Theory of Common-Stock Investment,” *Security Analysis*, 2d ed., New York: McGraw-Hill, 1940, p.343.

[2] *Business Week*, August 9, 1958, p. 81.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然应该更大。基于此，当股票价格过高而使股利收益率降到债券收益率以下时，就是空仓的时候了。

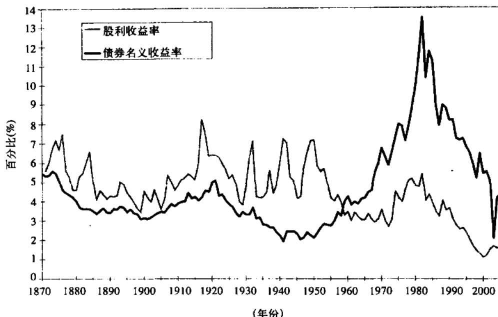


图7-1 股利收益率和债券名义收益率（1871～2006年12月）

但1958年的情形并非如此。在股票收益率低于债券收益率之后的12个月内，股票回报率仍然超过了30%，并在20世纪60年代早期持续走高。

现在我们可以用经济学来解释为什么这些价值指标会失灵了。通货膨胀导致债券收益率的提高以此来弥补价格的上涨，而投资者则把购买股票当成防止货币价值贬值的手段。早在1958年9月，《商业周刊》就提到："股票和债券收益率之间的关系显然是一个警示，但投资者仍然相信通货膨胀是不可避免的，而股票是唯一弥补损失的方式。" ⊖

然而，华尔街的许多专业人士仍然被"收益逆反"所困扰，怀特·韦尔德公司副总裁兼《金融分析家期刊》编辑尼古拉斯·莫洛多夫斯基评论道：

⊖ "In the Markets," *Business Week*, September 13, 1958, p.91.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引起
为他

假如投资者对该指示器的指向作用深信不疑，1958年8月将其所有的资金撤出股票市场并投资于债券，并发誓除非股票收益率高于债券收益率，否则永远不再投资股票。那么这样的投资者可能至今还未获得重入股市的机会。1958年以后，股票股利收益率就再也没有高过债券。但在过去半个世纪里，股票回报率却一直高于固定收益资产的回报率。

这个事件说明只有基本经济和金融环境保持不变时，价值评价的基准才能一直有效。战后各国普遍采用的纸币本位制导致了长期的通货膨胀，改变了投资者判断股票和债券价值的标准。股票是投资者对那些价格随着通货膨胀而上升的实物资产的所有权，而债券不是。那些对股票价值的评估方式墨守成规的人将永远不能在历史上最大的牛市中获利。

股票中现金流的价值评估

股票价值的基本来源是公司的盈利和股利。购买股票与购买艺术品不同——艺术品可以用来投资也可以纯粹用来观赏——股票的价值仅在于投资者目前可获得的现金收益或者投资者希望目前的现金支出可在未来获得升值。这些现金流转可能来源于盈利中的股利分配，也可能来源于公司资产出售的现金分配。我们可以通过对这些未来的现金流转进行预测和估算，从而估计股票的投资价值。㊁

通常，任何资产——股票、债券、房地产或其他财产——的价值都取决于预期的未来现金流的贴现值。未来现金流之所以要被贴现是因为未来获得的现金不如现在的现金值钱。贴现的理由如下：① 大多数人与生俱来的时间

㊀ "The Many Aspects of Yields," *Financial Analysts Journal*, vol., 18, no.2(March-April 1962),pp.49-62.

㊁ 公司的大股东除了考虑回报率之外，还会考虑企业的精神价值。在这种情况下，大股东对股票价值的估计要超过小股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偏好使他们宁愿在现在进行消费，而不是等到明天；② 生产力可以使今天的投资在未来获得更高的回报率；③ 通货膨胀降低了未来获得的现金的实际购买力；④ 未来现金流具有不确定性，这主要是指诸如股票一类的风险资产。

股东价值的来源

对于股票持有者来说，未来现金流的来源就是企业盈利。盈利、利润或者说净收入是公司的销售收入减去生产成本以后的现金流。生产成本包括劳动力成本、原材料成本、贷款利息、公司税负和折旧额。

公司可以通过几种途径利用盈利来为股东创造价值。第一种也是历史上最重要的途径是支付现金股利。

支付股利剩下的盈利叫做留存收益，留存收益可以通过以下几种方式来创造价值：

- 清偿债务；
- 投资于证券或其他资产或者收购其他公司；
- 股票回购；
- 投资于资本项目，增加未来利润。

如果一个公司偿还了债务，就可以减少平时的利息支出，从而增加股东可利用的现金流。如果一个公司购买了资产，那么这些资产产生的收入会增加未来的股利收益或者企业价值。如果一个公司回购了自己的股票，就会减少未偿付股票的数量而增加未来的每股收益。最后，留存收益可以用来扩大公司规模，获得更高的未来收入或者减少成本。

一些人相信股东最重视的是股票的现金股利，这个论断或许对于免税的投资者来说是成立的。但从税收的角度来看，股票回购优于股利分配。正如我们在第5章讨论的那样，股票回购的资本利得享受延期纳税的优惠，在股票出售以前都不用缴税。而现金股利所要缴纳的税收则会减少股东的收益，从而使盈利的再生产力大大降低。

还有人认为清偿债务会降低股东收益，因为债务利息通常低于支付给股东的回报。他们还认为如果清偿了债务，那么可以用于费用抵扣的利息就减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少了（利息税盾）㊀。但是，无论经营情况好坏，公司必须对其债务支付利息，从而增加了股东收益的波动性。因此减少债务会降低未来利润的波动性，并且不一定会减少股东价值。㊁

一些投资者认为盈利再投资是价值的重要来源，但并不都是如此。如果留存收益再投资获利，当然会创造价值，但是管理者如果用留存收益特别是那些以流动性投资累积起来的收益高价收购其他公司或者用于增加额外补贴，那么这些投资就不能增加股东价值。因此，市场对那些拥有大量现金储备或者流动性很强的证券通常持怀疑态度，并认为这些企业的价值会大打折扣。

如果市场对企业滥用留存收益的担忧过于强大，那么对公司的估价就可能低于股东权益。像本杰明·格雷厄姆那样高明的投资者就会购买这些公司的股票，然后劝说管理者（有时是智取，有时则强制接管）放弃其流动性资产。㊂

有人或许会质疑，既然管理者在公司中占有大量股份，他们为什么不以股东价值最大化为目标来运营资产呢？原因在于股东的唯一目标就是增加股票回报率，而管理者目标则包括提高公司声望、增强市场控制力和其他目标，两者之间通常存在矛盾。经济学家将管理者和股东目标之间的这种矛盾定义为代理成本（agency costs），这种成本是每个所有权和管理权分离的公司内部所固有的。而支付现金股利或者回购股票通常就不会使管理者受到诱惑而去追逐那些不能使股东利益最大化的目标。

最后，在一个成长型的公司里，资本支出是非常必要的。然而，许多研究显示公司经常过度扩大规模，资本投资严重超出负荷，从而减少了公司利润，迫使管理层缩减开支。㊃通常情况下，那些年轻的发展迅速的公司可能通过资本支出创造更多的价值，而那些历史悠久的代理成本最高的公司则会选择支付股利或者回购股票，对股东更加有利。

㊀ 债务是否是一个有效的税收规避方式取决于税率是否足够高。参见Merton H. Miller, "Debt and Taxes," Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, N. J., September 16-18, 1977, *Journal of Finance*, vol.32,no.2(May 1977), pp.261-275.

㊁ 集中支付利息也可以成为规范管理者的好方法并减少利润的浪费。参见Michael Jensen, "The Takeover Controversy: Analysis and Evidence," in John Coffee, Louis Lowenstein, and Susan Rose-Ackerman,eds.,*Takeovers and Contests for Corporate Control*, New York: Oxford University Press, 1987.

㊂ Benjamin Graham and Seymour Chatman(ed.), *Benjamin Graham: The Memoirs of the Dean of Wall Street*, New York: McGraw-Hill, 1996, Chap.11.

㊃ 参见Jeremy Siegel, "Capital Pigs," *The Future for Investors: Why the Tried and the True Triumph over the Bold and the New*, New York: Crown Business, 2005,Chap.7.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与股利分配政策相联系的股票价值

管理层通过权衡各种因素，包括税收对股东的影响，用来清偿贷款、投资或者回购股票的内部资金需求，在收益波动时保持股利相对稳定等因素来制定其股利分配政策。既然股票的价格主要取决于所有预期未来股利收益的折现值，那么股利分配政策对股票价值的决定就非常关键。

实际上，只要公司留存收益的回报率等于股东的原有回报率，那么未来的股利分配政策就不会影响公司的市场价值。因为当前未分配的股利被企业以留存收益的形式进行再投资，会产生更多的股利收益，所以无论这些股利支付与否，它们的现值是不会改变的。[⊖]

当然，管理层可以影响股利支付率的时间路径。股利支付的比率即现金股利支付与公司盈利的比率越小，近期实现的股利收益就越少。但随着时间的推移，股利支付会上升并最终超过股利收益率更高的分配方案。另外，假设公司的投资回报率等于投资者持有股票的回报率，那么无论我们选择什么样的股利支付比率，股利收益的最终现值都是相等的。

尽管公司盈利水平会影响其股利支付政策，但股票价格总是等于所有未来股利的现值，而不是未来利润的现值。未支付给投资者的盈利如果在未来被作为股利或者其他现金支出支付给投资者，也会产生价值。用未来利润的现值来估计股票价值的方法是错误的，它极大地高估了公司价值。[⊜]

20世纪早期最伟大的投资分析师、经典著作《投资价值理论》(*Theory of Investment Value*) 的作者约翰·威廉姆斯在1938年就对此进行了分析：

> 大部分人可能立刻就会反对以上对股票价值的评估方法，认为我们应该用未来利润的现值而不是未来股利的现值来衡量股票价值。但根据我们的评论家的暗示，不论是利润还是股利不都应该得出相同的答案吗？如果所有未当做股利支付的利润全都以复利的形式成功地再投资，正如评论家所言，这些利润应该继续产生股利；如果投资不成功，利润就发生损失。利润仅仅是一个达到目的的手段，但手段本身并不是最终的目的。

⊖ 此规则不适用于资本利得和股利之间的差别税收。如果股利收益税较高，那么股利支付比率较高的政策将会减少股东价值。

⊜ 像沃伦·巴菲特的伯克希尔–哈撒韦公司这类不支付股利的公司，它们的资产可以获得现金流，可以变现，也可以在将来支付给投资者，所以其资产具有相当大的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以举一个简单的例子来说明这个论点。假设某公司股票每股100美元，盈利为10%或者说每股每年的盈利为10美元，假定其风险等于投资者的股票回报率。如果每年的盈利全部作为股利支付，那么公司每股股票将支付10美元。如果这个股利收益以10%的贴现率贴现，那么未来的股票价格仍为100美元。

相反，如果公司不进行股利支付，而是把盈利再投资于回报率同样为10%的资产上，那么公司的价值将保持不变。然而，第二年公司盈利将增加到每股11美元，第三年则增长到12.10美元，如此继续。这些每股收益的现值在以10%的贴现率贴现后将变得无穷大——很明显无法预测公司价值，因为不作为股利支付的贴现后的盈利会夸大公司价值。在以上的假设中，无论公司将股利作为留存收益再投资于回报率为10%的资产，还是将股利完全支付给股东，公司价值其实始终都是100美元。

公司留存收益投资的回报率等于股东持有的股票回报率这个假设是比较理想化的，只有在资本市场理论中假定的企业投资行为最优化时才会出现。但事实上，企业的投资选择并不是每次都是最优的，这在前面的叙述中已经有所体现。管理层所选择的投资方案的回报率通常都较低，所以在这种情况下，股利支付比率较高对股东更为有利。

收益的定义

尽管公司价值取决于当前和未来的股利，但股利收益同样由公司的盈利水平决定。因此，收益概念的界定是非常重要的，它让投资者可以更好地衡量用来进行股利支付的现金额。

盈利有时候又被称为净收入，其定义就是收入和成本之差。但是盈利的计算不仅仅是简单的现金流入减去现金流出，因为许多成本和收入像资本支出、折旧和将在未来偿还的负债都需要分期摊销。而一些支出和收入却是一次性或是“例外”的支出和收入。像资本利得和资本损失或者主要的重置费用，它们对于公司的价值估算没有持久性的影响。由于上述原因，盈利的含义从来就没有一个统一的说法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利报表的绘制方法

公司绘制盈利报表的两个主要方法是：由财务会计标准委员会（FASB）认可的净收入或者报表。FASB是为建立会计标准而于1973年设立的一个委员会。这些会计标准被叫做公认的会计准则（GAAP），主要责任是计算年度盈利报表，并呈交给相关政府机构。[1]

另一个广泛意义上的盈利定义是营业利润（operating earnings）。营业利润只计算那些持续的收入和支出，省略了那些一次性的特殊收入或支出。例如，营业利润通常排除了重组费用（如公司关闭工厂或者出售分公司的相关支出）、投资所得和损失、存货账面价值损失、实施并购和让产易股的费用以及商业信誉的摊销。

营业利润受到华尔街专业人士的关注，分析师们也经常以此作为判断股票价值的依据。公司的营业利润报表和分析师对其的预测是在“盈利季节”里驱使股票价格变化的原因，这通常发生在每个季度末之后的几周。当我们听到XYZ公司“战胜华尔街”的消息时，这意味着公司利润高于分析师所预测（或者一致认同的）的营业利润平均值。

理论上，营业利润比报表利润更能精确地估算一个公司长期的永久性收益。但是营业利润的概念并没有被公认的会计准则正式界定，其计算也需要管理者高明的判断能力。由于管理层总是希望其利润能够超过华尔街的预测，因此就会在公司“承受能力”之上，在计算中隐瞒支出（或者夸大收入）。

数据显示，近年来报表利润和营业利润之间的差距越来越大。从1970年到1990年，报表利润只比营业利润平均低2%。自从1991年以来，营业利润和报表利润之间的平均差距扩大了18%，是以前的9倍。[2]2002年，两个利润之间的差距扩大到67%；然而在2006年，这个差距又缩小到了7%左右。[3]

在20世纪90年代牛市的最后阶段，一些公司特别是科技行业的许多公司都因会计成本丑闻而受到严厉的谴责。例如，思科公司注销了滞销的存货，

---

[1] 美国税务局对收益的分类与之不同。

[2] 部分原因是投资者的积极参与刺激管理层不断设立分公司。1990～1991年经济衰退时期，投资者喜欢购买那些拥有许多分公司的企业股票，因为投资者相信这些公司将会放弃亏损的部门，创造更多利润。

[3] 参见标准普尔500网站上关于收益的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并采用会计手段美化了其在收购案中的形象。一些公司则采用了形式上的收益定义，这个定义中的很多假设在现实中根本就不存在。亚马逊采用形式上的收益定义做账，在忽略了将近20亿美元债务的利息后，宣告公司在2000年是盈利的。

职工股票期权的争论

其中，最具争议性的事件之一是对职工股票期权的争议。职工股票期权规定：如果公司员工的工作年限达到一定时间（通常是5年），就可以以一个既定的价格购入公司股票。在美国税务局规定期权方式支付的额度不得超过国会设定的补偿限额后，这种股票期权开始广泛流行。

但是职工股票期权如此受欢迎不仅仅因为它们越过了管理层的补偿限制，还因为大多数股票期权都不用记做公司损益表的支出。相反，只有当员工行使这些期权时，公司才将其记做支出。

尽管财务会计标准委员会在多年以前就表示支持这种做法，但直到现在仍然有许多反对意见。在该事件受到人们关注之前，没有一个人的论述能跟沃伦·巴菲特在1992年的论述相提并论：

> 如果股票期权不是一种补偿的方式，那它们是什么呢？如果补偿不是一种支出，那又是什么呢？如果支出不应该计入损益表，那应该放在哪里呢？[⊖]

巴菲特是正确的。因为收益应该反映公司“持续的利润流——那些利润应该作为股利支付给股东”，所以当期权发行时，它就应该被列入支出，如果职工没有获得股票期权，他们所获得的常规现金补偿也应该等于所放弃的期权价值。无论这个补偿是以现金、期权还是小礼物的形式支付，它都是公司的支出。

当员工行使期权时，公司将新股份以期权形式决定的折扣价格出售给期权持有者。这些新股份将会减少每股收益，被叫做摊薄盈利。原有的股东必须将公司利润的一部分转移给那些通过期权以低于市价的价格购入股票的新股东。

2000年，财务会计标准委员会保持原来的意见，跟国际会计准则理事会一样，决定期权在授予时必须记入支出。

⊖ 伯克希尔-哈撒韦公司1992年年终报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些经常发行期权的高科技公司对国会进行游说，希望阻止财务会计标准委员会颁布这些条例。但在科技股泡沫破灭以后，专家清楚地表明期权必须记入支出。财务会计标准委员会也把2006年定为公司必须将期权计为支出的最后一年。许多公司在更早以前就已经这么做了。2004年中期，标准普尔500指数中占指数市值40%的176家公司就已经将期权计入支出了。

职工股票期权降低了股东风险

职工股票期权的发行分担了股东的风险。如果公司收益甚低，股票价格下降，那么大量的职工股票期权将成为废纸，而已经将股票期权计入支出的公司则可以通过逆向记录支出而获得收益。相反，如果利好消息令股票价格上升，员工将行使其股票期权，那么每股收益将会因为摊薄而下降。

当职工选择接受股票期权而非现金补偿时，他们所承担的风险就会减少外部股东的风险。这意味着在其他条件不变的情况下，将给予员工的期权全部记入支出的公司价值应该比那些支付等量现金给员工的公司价值稍高。

但是这同时也意味着那些优先行使了期权的职工在科技股上涨时获得了大部分的利益，从而摊薄了外部股东的收益。这是那些购买期权盛行的行业的公司股票的投资者需要重点考虑的问题。

养老金成本会计计算的争议

固定福利计划和固定缴款计划

与股票期权一样引起极大争议的是养老金成本的会计计算问题。我们现在主要有两种类型的养老金计划：固定福利（DB）计划和固定缴款（DC）计划。

固定缴款计划在20世纪90年代的牛市中受到了极大的欢迎，这是一个根据雇主和雇员的供款总额以及供款所赚的投资回报提供收益的退休计划。在这种计划中，公司不保证任何收益。而在固定福利计划中，雇主会详细说明他将支付的收入和卫生保健福利，计划中的资本返还额是固定的，雇员在退休以前，这些资金不直接归其所有。

根据政府的规定，固定福利计划必须有一定的资金保障，也就是说，公司必须将这部分资产放在一个单独的账户中，保证能够支付相关的福利支出。在固定缴款计划中，计划的收益不能满足退休支出的风险由雇员而不是雇主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

承担，但雇员可以决定其资金的投向。

在过去20年里，固定缴款计划大受欢迎的原因有两个。一个是20世纪90年代的大牛市让许多雇员相信他们可以通过自己投资获得比公司承诺的更高的回报率。第二个原因是固定缴款计划的权利可以及时行使，也就是说，它们已经成了雇员的资产。如果一个雇员离开公司，他可以带走固定缴款计划中的资金。相反，在退休以前，固定福利计划的收益都不属于雇员。如果雇员在这些收益实现之前离开公司，将一无所获。

固定福利计划中的问题和风险

固定福利计划中资产回报率计算的现行法则对公司来说非常有利。财务会计标准委员会允许公司自己选择在其资产组合中资产回报率水平——通常这个回报率都过高。而且，如果这些资产的价值低于养老金债务（这部分资金被叫做资金短缺），财务会计标准委员会允许公司在一个很长的期限内弥补这个缺口。尽管政府在2006年的《养老金保护法案》中将这个期限缩短了，但是公司仍然可以选择自己的回报率水平。

尽管政府要求公司设立一个退休收入福利的专项基金，但这个基金并不涉及其他与养老金相关的福利措施，特别是卫生保健福利。2003年，高盛公司的一位分析师估计，3家底特律汽车制造商的卫生保健债务累计达920亿美元，几乎比它们的总市值高出50%。

大多数投资者已经对这些没有保障的养老金计划有了清楚的认识，并且对汽车制造商和其他养老金计划中资金短缺的公司价值不抱任何希望了。在过去的10年里，钢铁和航空公司的破产就是由于它们没有能力履行其养老金供给义务引起的。2007年中期，由于股票价格和利率的上升（有助于减轻养老金供给义务），标准普尔500指数中的公司几乎都能履行其养老金供给义务，但卫生保健和其他退休后的福利（OPEB）则还有3 000亿美元的缺口。⊖

由于在过去20年启动的所有养老金计划都是固定福利计划，使得退休人员卫生保健福利严重缩水甚至完全消失，因此当退休基金风险从公司转移到个人身上时，公司养老计划将彻底退出历史舞台。然而，对于那些提供大型固定缴款计划的公司，投资者也需要慎重考察，因为它们未来的收益可能会严重下跌。

⊖ 这些资料是由标准普尔的希尔·维布拉特在2007年6月5日通过电子邮件发送给我的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准普尔的核心收益

基于人们对养老金问题和股票期权以及曾经一度引起激烈争论的营业收益的定义问题的诸多疑虑，标准普尔公司于2001年提出了一个计算收益的统一方法，称之为“核心收益”（core earnings）。目的是根据公司主要的或者“核心”的业务来定义和衡量收益，排除因为其他偶然原因产生的收入或支出。核心收益把员工股票期权划入支出，重新计算了养老金成本，将不相关的资本利得和损失、商誉摊销和一次性的诉讼所得或损失排除在外。

标准普尔500指数——世界上可复制性最高的指数——中非管制的私人部门企业采取了这个异常大胆的举措。《纽约时报》把它称为2002年最好的创意。沃伦·巴菲特对标准普尔的创新表示赞赏，曾在一封致标准普尔500指数委员会主席大卫·布利泽尔的公开信中声明：“你们的行为是勇敢而正确的。未来的投资者将会把你们的行为当做里程碑式的事件。”[1]

我相信核心收益概念的使用使得收益计算朝着标准化方向迈了一大步。到目前为止，它是衡量一个公司潜在收益的最好方法。[2]我们决不应该低估它的重要性。如今市场上一个典型公司的市场售价约是其年收益的20倍，这意味着公司价格的1/20或者5%取决于未来12个月内发生的事，而公司价格的95%则取决于在那以后发生的事。我们在计算收益时，会计决策应该把所有的一次性收益和损失与那些对未来收益有预见作用的收益和损失区分开来，这就是标准普尔“核心收益”的成功之处。

收益质量

除了标准普尔所规定的“核心收益”外，衡量收益质量的另一个方法是查看公司的应计收益(accruals)，也就是账面利润减去现金流。

应计收益较高的公司可能夸大了其所得利润，也可能是经营不善的危险信号。相反，应计收益较低说明公司在估计利润时相对保守。

强有力的证据显示，应计收益较低的公司的股票回报率比应计收益较高

[1] 沃伦·巴菲特致标准普尔500指数委员会主席大卫·布利泽尔的公开信，2002年5月15日。
[2] 核心收益的概念是由标准普尔500指数委员会的主席大卫·布利泽尔、罗伯特·弗里德曼、希尔·维布拉特和其他人创造的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的股票回报率高。密歇根大学教授理查德·斯隆是第一个认为应计收益较高的公司未来的利润和股票回报率都会偏低的人。㊀

斯隆发现，从1962年到2001年，收益质量最高（应计收益最低）的公司和收益质量最低（应计收益最高）的公司之间回报率的差额维持在每年18%左右。进一步的研究显示，虽然应计收益十分重要，但华尔街分析师在预测未来收益增长率时却不会将其考虑在内。

即使在毫无偏颇的情况下，收益的计算也是一个估计的结果，而现金流和股利比收益更难预测。

收益的向下偏误

尽管一些传统的会计工作会着重考虑公司的利益，但也有许多偏向于考虑股东的利益。例如，尽管事实上我们应该将研发成本列入资本项目并在存续期内进行折旧，但目前的会计目录仍然将这部分成本计入了日常开支项目。㊁这意味着像制药企业这样的研发支出高的公司的盈利可能被低估。

以辉瑞公司为例。这是世界上最大的制药公司，2007年3月在标准普尔500指数位于排名前10的公司之首。2006年，辉瑞制药的研发费用为76亿美元，厂房和设备投资仅为20多亿美元。按照现行的会计准则，辉瑞必须每年从利润中减去20亿美元中的5%作为设厂和设备投资的折旧，直到这些资产的有效生命周期结束。

但是辉瑞花在研发上的76亿美元则需要一次性从利润中扣除。因为在现行的会计准则下，研发费用不属于资产，必须在支出当期就予以扣除。

㊀ 理查德·斯隆(Richard Sloan)，"股票价格在应计部分和现金流转的信息中反映未来的所得吗？"(Do Stock Prices Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings)《会计评论》(*Accounting Review*)，vol. 71(1996)。较高的应计收益也跟美国证券交易委员会（SEC）更多的强制措施、收益重申和集体诉讼联系起来，而这些都会对股票回报率产生负面影响。也可参见理查德·斯隆，斯科特·理查德森（Scott Richardson），马克·索里曼（Mark Soliman）和莱姆·特纳（Irem Tuna），"会计信息可靠性，收益持续性和股票价格"(Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices)《会计经济期刊》(*Journal of Accounting and Economics*)，vol. 39(2005)。

㊁ Leonard Nakamura, "Investing in Intangibles: Is a Trillion Dollars Missing from GDP?" *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Fourth Quarter 2001, pp.27-37.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的方法合理吗？比起房产、厂房和设备来说，辉瑞制药的研发费用难道还不算是资产吗？因为辉瑞制药的大部分价值都直接来源于研发费用产生的专利，所以现行的会计准则几乎将辉瑞的盈利砍去了一大半。

费城联邦储备委员会的一位经济学家伦纳德·纳卡姆拉⊖相信："研发百分之百促进了长期盈利的增长。"因此，在很多情况下，特别是对于那些研发密集型产业而言，现行的盈利估计方法都低估了公司和经济实体未来的潜在利润。

另一个低估公司盈利的例子来源于对待利息支出的方法不同。即使是在通货膨胀时，利息支出也要从公司利润中扣除，而通货膨胀导致利息支出增加，从而使公司债务的实际价值相应下降。在通货膨胀时期，上涨的价格对公司的固定债务有很大的影响。

总而言之，一些会计实践低估了公司的实际利润。

衡量股市价值的历史标准

人们采用了许多标准来衡量股市的价值。这些标准中大多数都涉及到经济的基本面，如盈利、股利和账面价值，或者一些宏观经济变量，如GDP和股本的重置成本。如果这些衡量标准超过其历史平均水平，那么人们就会说股价过高了。但是，在使用这些标准的时候我们一定要慎重，接下来将介绍一系列常用的价值衡量标准。

市盈率

衡量股票价值最基本的一个标准就是市盈率。一只股票的市盈率等于其价格与每股年收益的比值。市场的市盈率则是市场总收益与市场总价值的比率。市盈率衡量投资者为获得1美元的当前收益所愿意支付的成本。

决定个股市盈率的最重要的变量是对未来盈利增长率的预期。如果投资者相信未来的盈利增长率将会更高，他们愿意支付的价格要高于那些认为预期盈利增长率不变或者降低的投资者。然而，盈利增长率并不是影响市盈率的唯一因素，其他因素还包括利率、投资者的风险偏好、税收和流动性等。

⊖ Cecily Kump, "Innovation," *Forbes*, July 5, 2004.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图7-2显示了根据最近12个月的账面盈利计算出的整个市场的市盈率数据，其波动幅度在5.31（1917年）～46.71（2002年）之间，历史平均水平为14.45。

2002年高水平的市盈率是由于特殊环境导致的，这个特殊环境不是指20世纪末盛行的市场价格"泡沫"，而是与我们将在下一章讨论的一些科技公司如捷迪讯光电有限公司（JDS Uniphase）和美国在线（AOL）的会计作假有关，这些公司在泡沫的高点时为了哄抬股票价格而进行大规模的公司分立。

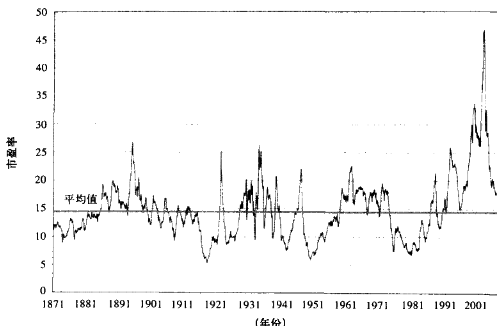


图7-2 根据过去12个月账面盈利计算的历史市盈率（1871～2006年12月）

市盈率和股票未来回报率

尽管市盈率在短期内不能正确地指示股票未来回报率的大小，但是在长期内，市盈率是一个非常有用的指标。我们通过分析股票和债券回报率的计算方法就能明白这个道理。

债券的当期回报率是所获利息与支付价格的比率，如果无论债券的到期价值是升水还是贴水，投资者都选择持有债券，那么当期回报率就是衡量未来回报率的好方法。股票类似的计算方法是算出其盈利回报率，即每股盈利除以价格的比率。盈利收益率是市盈率的倒数，如果所有的盈利都作为股利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付给投资者，那么它就是股票的当期回报率。[⊖]

因为一个公司的标的资产是真实的，所以盈利收益率就是一个实际回报率，或者说是经过通货膨胀指数调整后的回报率。随着时间的变化，通货膨胀会提高产出的价格和标的资产产生的现金流，而资产本身的价值也会随之上升。这与债券的实际回报率恰好相反，以货币衡量的债券利息和本金都是固定的，不会随着通货膨胀而增加。

长期数据证实了以上的观点。正如前面提到的，市盈率的历史平均水平为14.45倍，所以股票的平均盈利收益率为1/14.45，或者说6.8%。盈利收益率实际上与表1-1所显示的从1871年以来6.7%的股票实际回报率相差无几。

当使用盈利收益率预测未来实际回报率时，由于商业周期等因素的影响，最好用过去的盈利平均值对现在的盈利进行指数平滑处理。图7-3中标出了用过去5年的盈利平均值进行指数平滑处理以后的盈利收益率与未来5年的实际回报率的比值。

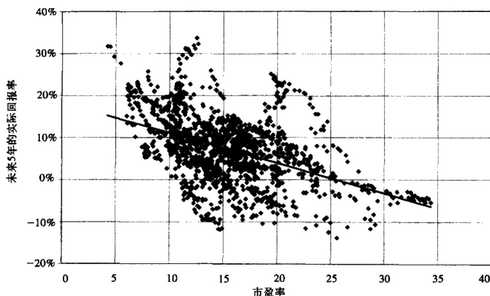


图7-3 用过去5年盈利平均值进行指数平滑处理后的盈利收益率与未来5年实际回报率的比值(1876年1月～2001年12月)

⊖ 如果所有的收益都不作为股利支付，在我们之前假设的公司价值不随股利支付政策的改变而改变的条件下，最终股票回报率就是股利收益加上资本利得的总和，等于股票的盈利收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管数据中的干扰很多，但整个趋势还是显示出了盈利收益率和未来5年的回报率之间的重要关系。超过0.2的高盈利收益率（低市盈率）与未来5年的最高回报率相对应，而两个最低盈利收益率（0.029 1和0.029 3）（高市盈率）则与未来5年的低回报率相对应。未来5年回报率中的几乎1/4都能用盈利收益率来衡量。

但我们必须注意的一点是，盈利历史平均值的使用问题。尽管这样可以消除数据的某些周期性偏差，但并不能表明股利支付政策的改变。正如我们在第3章讨论道琼斯工业平均指数的趋势线时提到的，股利支付政策的改变导致利润增长率的变化，从而使平均盈利收益率不再具有可比性，这一点我们在下一章还将继续讨论。如果在支付比率下降的情况下继续使用盈利的历史平均值，那么资本利得会因为支付比率的下降而提高，从而导致对未来实际回报率的低估。

美联储模型、盈利收益率和债券收益率

1997年年初，时任美联储主席格林斯潘开始关注股票市场对经济持续增长的影响力。为了响应他，美联储的三位研究员写了一篇名为“盈利预测和股票回报率的预期：基于标准普尔的证据”的文章。⊖这篇文章论述了股票盈利收益率和30年期政府债券利率之间的显著关系。

格林斯潘认同了这篇文章的观点，并暗示只要股票盈利收益率低于债券收益率，中央银行就会认为股票市场被“高估”了，反之亦然。根据这个观点，1987年8月市场被高估的程度最为严重，而在1987年10月，股票市场发生崩盘；20世纪80年代早期的市场被严重低估，而那正是大牛市的开端。

美联储模型的基本观点是，在投资者的资产组合中，债券是股票的主要替代品。当债券收益率高于股票盈利收益率时，股票价格下降，因为投资者的资金投向偏重于债券；相反，当债券收益率低于股票盈利收益率时，投资者则从债券转向股票。

⊖ 乔·兰德（Joel Lander），欧菲尼德斯(Athanasios Orphanides)和 Martha Douvogiannis，“收益预测和股票回报率的可预测性：来源于标准普尔的证据”（Earnings Forecasts and the Predictablility of Stock Retruns: Evidence from Trading the S&P），美联储，1997年1月。《资产组合管理期刊》(*Journal of Portfolio Management*)转载，vol. 23 (1997年夏天)，pp. 24-35。它还谈到了1996年10月发布的早期版本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图7-4显示从1970年以来，美联储模型一直相当有效。当利率下降时，股票市场的振兴导致盈利收益率下降；当利率上升时，股票市场的萧条则带领盈利收益率上升。

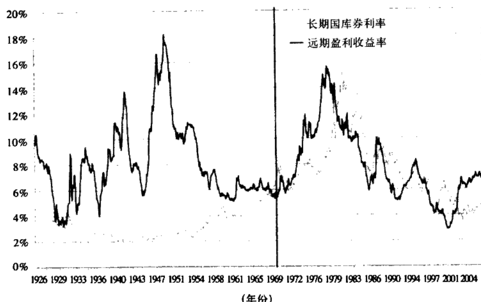


图7-4　股票市场价值的美联储模型（1926～2006年12月）

尽管股票和债券是两种完全不同的资产，但令人吃惊的是它们之间的关系非常密切。政府债券能够严格保证按时支付确定金额的货币但是必须承担通货膨胀的风险。而股票的价格则会随着通货膨胀上涨，相应的股票也要承担不确定性的风险。美联储模型之所以一直有效的原因是这段时期内，两种风险的大小几乎相等。

毫无疑问，当通货膨胀越来越严重时，债券和股票业绩都会越来越差。20世纪60年代末和70年代通货膨胀的不断深化使得利率不断上升才能弥补货币的贬值，因此导致债券价格下降。而这段时期内股票价格的下跌则是由于其他原因，如无效的货币政策、生产力水平下降和不完善的税收体系。这些我们在第5章已经详细论述过了。

但是当通货膨胀较为缓和或者通货紧缩时，股票和债券的这两种风险大小并不相同。在这种情况下，债券（特别是美国政府债券）表现不俗；而通货紧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缩削弱了企业的议价能力，对公司利润影响很大。图7-4显示，在20世纪70年代全面通货膨胀以前，债券收益率和盈利收益率之间没有任何关系，所以美联储模型失效。

为了保持股票和债券价值衡量标准的一致性，我们应该把股票盈利收益率与通货膨胀保护证券(TIPS)的收益率相比较。TIPS能够保证未来的实际购买力不随着通货膨胀而下降，是最安全的资产。而股票的风险较大，就应该享受一个风险溢价。

关于股票和通货膨胀保护债券之间的“正常”的风险溢价大小有很多争议，我们在第2章已经讨论过。一般来说，股票的风险溢价为2%~3%，但当投资者对股票市场非常乐观或者未来的情势非常确定时，这个溢价水平可以更低些。

公司利润和国家收入

衡量股票市场价值的另一个指标是公司利润与国家收入（GDP）的比率。近年来这个比率的上升给某些股票市场分析师敲响了警钟，他们担心如果公司利润与国家收入的比率降到其长期平均水平，股价就会下跌。

我们在对这个观点做进一步的研究后，发现这种威胁并不存在。图7-5显示了从1947年以来，公司税后利润占GDP的比率和公司税后利润加上经营者收入占GDP的比率，以及其总和占GDP的比率。经营者的收入是非法人企业的利润，包括合伙企业和个人独资企业。

可以看出，经营者收入所占份额从20世纪40年代到80年代不断下降，80年代以后有少许回升。这段时间内，许多经纪人公司、投资银行和其他公司都上市公开交易，一些政府支持的企业如房利美和房地美也公开上市。这时的公司利润和经营者收入总和仅比长期平均值高一点。

另一个值得注意的问题是，国外企业的美国分公司利润正在不断上涨。2006年，标准普尔500指数中超过44%的公司都来自国外。因为美国经济相对于世界经济来说正在萎缩，所以美国跨国公司的公司利润相对于GDP来说应该上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

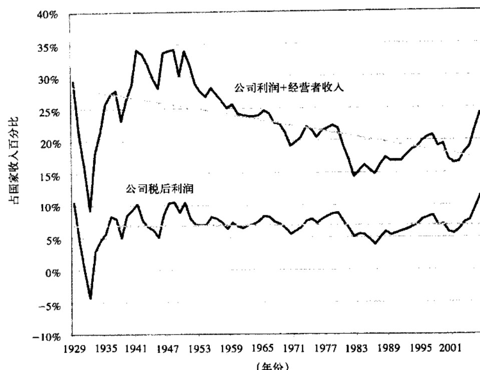


图7-5 市场价值、重置成本、GDP

注：利润包括产品账户存货和折旧调整。

账面价值、市场价值和托宾值

公司的账面价值（book value）经常被当成估计股票价值的标准。账面价值等于公司资产减去负债，然而用总账面价值来衡量公司的总价值十分有限，因为账面价值的计算采用的是历史价格，从而忽略了价格变化对资产或者负债价值的影响。如果一家公司用100万美元购买了一块土地，目前价值1 000万美元，那么账面价值将无法反映这个变化。随着时间的推移，资产的历史价值就越来越不能衡量现有的市场价值。

为了纠正这个误差，耶鲁大学教授、诺贝尔获奖者詹姆斯·托宾（James Tobin）用通货膨胀水平调整了账面价值，计算了资产平衡表上资产和负债的“重置成本”。[⊖]他提出一个理论，认为一个公司的“均衡”或者“正确”的市场

⊖ James Tobin, “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol.1(February 1969),pp.15-29.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值应该等于通货膨胀调整过的资产减去负债。如果公司的市场总价值超过了资本成本，那么公司发行新股、筹集更多的资金就是有利可图；如果公司市场价值跌到重置成本以下，那么公司应进行剥离并出售资本或者停止投资，削减生产。

托宾用字母Q代表市场价值与重置成本的比率，并且认为这个比率能够正确衡量市场价值，那么它应该为1。图7-6显示了托宾Q值的历史数据。这个比率的波动幅度为0.27（1920年）～1.84（1999年），平均值为0.70。

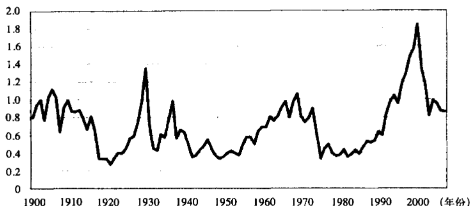


图7-6 托宾Q值=市场价值与上资本重置成本的比率

2000年，英国学者安德鲁·史密瑟斯和斯蒂芬·赖特出版了《估价华尔街》（*Valuing Wall Street*）一书，[⊖]书中认为托宾Q值仍然是衡量价值的最好方法，但是用这个值衡量的美国市场价值（英国和其他欧洲国家市场也一样）也是被严重高估了的。还有一些人认为托宾Q值应该小于1，因为旧资本的生产力不如新置资本的生产力高。[⊜]如果这个观点是正确的，那么20世纪90年代后期的市场被高估的程度就更加严重了。

但是针对托宾理论的批判也很多。评论认为由于资本设备和结构缺乏一个好的二级市场，因此物质资本价值的衡量就缺乏一个现实的途径。托宾理论一个更重要的缺陷是它不能估计智力资本。微软的账面价值大约是400亿美元，但其市场价值却是这个数字的7倍。实际上，大多数科技公司的价值都是

⊖ Andrew Smithers and Stephen Wright, *Valuing Wall Street: Protecting Wealth in Turbulent Markets*, New York: McGraw-Hill, 2000.

⊜ 因为在均衡状态下，资本的边际生产率应该等于重置成本，而股票市场衡量的却是新旧资本的平均生产率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由其智力资本构成的。

史密瑟斯坚持认为智力资本的存在不应该成为任何账面价值和市场价值之间差价的原因。尽管公司可能拥有自己的商标或者专利，但它们却没有企业家、工程师或者其他具有创新精神的员工的所有权。只要存在竞争性的劳动力市场，人力资本的价值就应该与物质资本一样，被计算在市场价值中。比如，随着20世纪90年代后期高科技公司的迅猛发展，为了保留公司的核心雇员，大量企业采用了员工股票期权。

这种做法被广泛采用，但某些公司在培养和保留有才能的雇员方面做得比较成功。通常情况下，比起各自为政，员工们的通力合作能为公司创造更大的价值，而有些公司在营造这种创造性的环境方面就做得比较差。美国善于从世界其他国家吸引人才为股东创造价值，这些价值大大超过雇用员工的成本。⊖

在长期内，有形资产和无形资产的市场价值必须等于其重置成本，但账面价值则是基于过去的数据得出的；而市场价值则来自于对未来的预期收益。比起公司购买这些资产时的历史成本，对未来的预期收益能够更加精确地衡量股票价值。

与GDP和其他比率相关的市场价值

国内生产总值被广泛作为衡量经济总产出的标准。我们合理假设公司的市场价值跟经济规模相关。图7-7显示了自1990年以来股票的市值比与GDP的比率。

股票的市值与GDP的比率在理论和实际上都超过了1。股票价值是一个资产平衡项目，而GDP则是一个年度资本流量。许多公司的资本额都远远超过了其年销售额，所以一个经济实体的资本价值超过其产出是比较常见的。

但更重要的是，股权资本仅是总资本的一部分。债权融资和股权融资构成了总资本，它们之间的比率随着时间的改变而变化。20世纪90年代利率下降，许多公司都提前偿还高息债券，降低负债比例，就是所谓“减少杠杆举债”的过程。这个过程在增加股票价值的同时减少了债券的价值，但是公司的总资产价值保持不变。随着市场的发展，更多公司公开上市，这意味着即使公开上市的公司与私有化公司的总价值保持不变，股票市值也将进一步增加。

⊖ 当然，有人会为那些创造了更高的生产率的企业辩护，认为那些在这方面做得不太成功的企业因为支付了过多的薪水和浪费了太多智力资源而走向破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

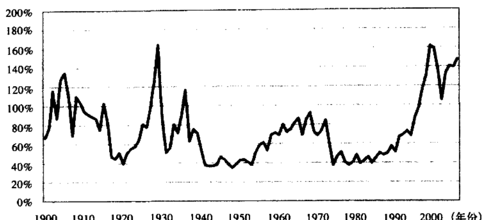


图7-7 股票市值与GDP的比率

而且，市场资本额与GDP的比率在各国大不相同。跨国公司的总部或许只在一个国家，但其销售足迹却遍布全球。随着国际贸易的发展，公司的市场价值与其总部所在国或地区的GDP差距较大，这一点毫不奇怪。表7-1显示出，在中国香港上市交易的股票的市场价值是其GDP的600%，而在德国、意大利和日本，这个比率则小于100%。各国、各地区之间的差异来源于杠杆作用的差异、公司上市交易的份额和公司总部所在地的开放程度。

表7-1 各国（地区）市场统计数据：市场价值与GDP的比率、市盈率和股利收益率（2007年2月）

统计指标	美国	日本	德国	英国	中国香港	瑞士	意大利
市场价值与GDP的比率	136%	74%	53%	159%	602%	270%	47%
市盈率	19.0	24.1	15.9	18.9	14.9	17.6	14.8
股利收益率	1.67%	0.97%	2.29%	3.54%	2.78%	1.62%	3.53%

注：1. 市场价值与GDP比率的数据是2007年2月17日的。
2. 市盈率和股利收益率是根据之前12个月的利润和股利计算得出的。

经常在媒体上看到的一种比率是没有意义的，那是股票指数如标准普尔500指数或者道琼斯工业平均指数与GDP比率的一个时间序列。股票指数只是代表个股的平均价格，而不是股票的总价值——这个总价值会随着新公司的上市而增加。另一个误导投资者的时间序列是代表性股票指数与房地产均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价的比率。房地产服务的现金流或房租收入并不包括在房屋价格内，而股票价格指数则包含了利润重复投资带来的资本利得。

小结

决定股票价值的基本因素是用于支付股利的公司收益和这些股利的贴现率。最佳的盈利含义是由标准普尔在2002年创立的“核心收益”的概念，这个含义第一次将期权记入支出，并对养老金收入进行了调整。市盈率的倒数盈利收益率是预测股票未来实际回报率的最好指标。

经济学中最困难的一件事是预测经济何时的确发生了结构性的改变，而何时只是虚晃一枪。必须承认，这样的情况时有发生。如20世纪末当投机者用“新时期”经济来为那些不合理的超高股价辩护时，科技股泡沫就破灭了。但有时候经济结构的确发生了重大变化，如20世纪50年代，股票股利收益率就下降到了长期国库券利率以下。

最近几年发生了一些重要的转变。股利支付比率的下降使股票回报率的来源从股利转向了影响未来利润和股利增长率的资本利得。而交易成本的大幅下降加上宏观经济环境稳定性的增加也许会将股票价格的市盈率变为股价估算的标准。我们将在下一章继续讨论这些事件对股票未来回报率的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

Chapter8

经济增长对市值的影响以及即将来临的老龄化社会

一位专业投机者的历程

2000年，“新经济”这个词开始流行。它的突然出现让我们看到了未来的新希望，而以互联网为中心的技术进步则让我们对未来经济增长充满信心。

——罗伯特·希勒，2001年

如果问影响未来股票市场回报率的最重要的宏观经济走势是什么，我们立刻就会想到经济增长。但事实上，经济增长对股票回报率的影响并不像大多数投资者想象的那么大，反而是另外一些发展趋势对股票价值有着重要的正面影响，如整个经济的稳定性、交易成本的下降、股票市场所得税的改变，等等。

但是这些因素对股价的重要性可能都比不上在接下来20年里会出现的一件大事——发达国家大量的“婴儿潮”时出生的人正在计划通过出售其金融资产来安度晚年。本章将在分析所有的这些事件以后得出结论：只要美国继续将其资本市场对世界其他国家开放，那么股票回报率的未来是值得期待的。

GDP增长和股票回报率

图8-1显示了一些令人十分吃惊的结果。在第1章，我们列出了1900～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006年世界上16个主要市场的长期股票回报率。而图8-1a则反映了每个国家的以美元计算的股票长期回报率与其GDP实际年均增长率的关系。结果十分出人意料：实际GDP增长率与股票市场回报率呈负相关关系。㊀也就是说，各国经济增长速度越快，投资者从股票上获得的收益就越低。㊁图8-1b反映了发展中国家的股票回报率和其GDP年均增长率的关系。㊂结果是非常相似的，尽管发展中国家的股票市场回报率增长很快，但是它与GDP增长之间仍然是负相关关系。

为什么会出现这种情况呢？既然股票价格相当于未来股利收益的现值，那么我们自然会假设经济增长对未来股利收益有促进作用，因此会带动股票价格上涨。但是我们忽略了一个问题，那就是决定股票价格的因素是资本利得和股利收益。尽管经济增长可以促进整个市场的资本利得和股利收益的增加，但对于个股而言却不然。因为经济增长要求资本支出的增加，而这个资本支出不是没有成本的。

更新和升级技术需要大量的投资。这些投资不是从金融市场（银行、商业信用或者出售债券）借入就是通过发行新的股票融资。利息成本的增加（通过贷款融资）和利润的分散（通过股票融资）导致个股收益增长的减缓。

在短期内不投入新的资本而只是提高现有资产的使用效率也有可能促进经济增长。但是历史证据显示，在长期内，只有资本扩张才能实现更高的经济增长率。另外，长期历史数据表明：资本存量水平——所有物质资本如工厂、设备和智力资本的总价值——与总产出水平成比例增长。换言之，资本存量增长10%才能导致GDP增长10%。㊃

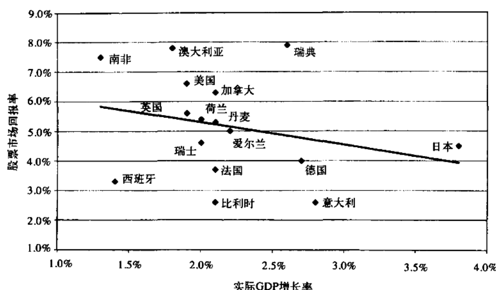
㊀ 这个图是《股市长线法宝》第2版（1992）中的图9-2的更新版本，第3版中我们删掉了该图。

㊁ 迪姆森、保罗·马甚和迈克·斯汤顿在《乐观主义者的成功：101年的全球投资回报率》（普林斯顿，N.J.：普林斯顿大学出版社，2002）中证实了我的发现，但是他们没有对此提出解释。

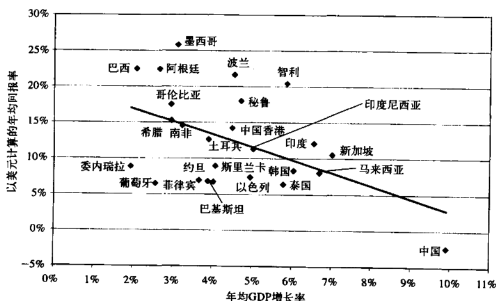
㊂ 这是对杰里米·西格尔《投资者的未来》（*The Future for Investors: Why the Tried and the True Triumph over the Bold and the New*）的第16章内容的更新。《投资者的未来》中文版已于2006年由机械工业出版社出版。

㊃ 参见杰·里特（Jay R.Ritter）《股票增长和股票回报率》（*Equity Growth and Equity Returns*）对这些观点做了一个很好的总结，《太平洋金融期刊》（*Pacific-Basin Finance Journal*），vol.13(2005), pp. 489-503。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



a) 16个国家以美元计算的股票长期回报率与实际年均GDP增长率的关系(1900～2006年12月)



b) 25个发展中国家或地区股票长期回报率与实际年均GDP增长率的关系（不同起始时间～2006年12月）

图 8-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戈登股利增长模型

经济增长自动促进股票价格上升的理论来源于对于股票估价模型——罗杰·戈登（Roger Gordon）在1962年创立的戈登股利增长模型（Gordon dividend growth model）[⊖]的错误应用。我们在第7章就已经认识到股票价格等于所有未来股利收益的现值。那么我们很容易就可以假设，如果未来的股利收益以固定的g增长，那么股票P的现价可以表示如下：

$$P=\frac{d}{r-g}$$

其中，d代表下一期的个股股利收益，g代表个股股利收益固定增长率，r代表投资者采用的贴现率。

在这个模型中，似乎是增长率g的增大直接促进了股票价格的上涨。但实际上，戈登模型中表示个股股利收益增长率的g并不是总的股利收益增长率，这两个概念有很大的区别，历史数据证明了这一点。

经济增长和股票回报率

表8-1列出了1871～2006年年末美国市场每股股利收益、每股盈利和股票回报率的全部数据。数据显示，在过去135年间，每股盈利的实际增长率仅为1.88%，明显低于实际GDP的增长率。正如前面提到的，因为资本支出必须由股票或者借款来融资，所以长期内的每股盈利增长率不能与总的经济增长率相比较。

表8-1 美国市场每股股利收益、每股盈利和股票回报率的统计数据（1871～2006年12月）

时间	实际GDP增长率	每股实际盈利增长率	每股实际股利收益增长率	股利收益[①]	股利支付比率[①]
1871～2006年	3.57%	1.88%	1.32%	4.58%	58.17%
1871～1945年	3.97%	0.66%	0.74%	5.29%	66.78%
1946～2006年	3.09%	3.40%	2.03%	3.53%	51.38%

① 表示中间值。

⊖ Myron J. Gordon, *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*, Homewood, Ill. Irwin, 1962.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个有趣的现象是，第二次世界大战以后虽然GDP增长率有所下降，但是盈利和股利收益的增长率反而提高了。在过去60年里，盈利增长率较高的原因是股利支付比率的下降使得留存收益增加，这样一来支持经济增长的资本就更加充足了。

在第7章已经解释过，只要留存收益的回报率等于股东的权益，那么公司的价值就与分红政策无关，这个原理在戈登模型中也能体现出来。如果公司分红减少d，而这些留存股利回报率为r，那么未来股利收益的增长率g就刚好让股票价格P保持不变。

历史上，实际每股盈利的低增长率使得许多经济学家预测股票市场未来的实际回报率也不会很高。在2002年熊市的低点，罗伯特·阿诺德和彼得·伯恩斯坦通过现有的低股利收益率加上历史上实际盈利的增长，预测未来股票实际回报率将在2%～4%之间。

但现实证明，这些悲观的预测是错误的，因为他们忽略了公司减少分红的政策对盈利增长的影响。[⊖]正如前面提到的，减少股利分配增加了留存收益，如果留存收益获得的回报率等于股东对股票享有的回报率，那么每股盈利的增长将完全弥补股利收益的下降。[⊜]当股利分配比率改变时，我们并不能从历史盈利增长率中预测未来的实际回报率。

促进价值比率增加的因素

我们注意到，股票的历史实际回报率在很长一段时间内都保持在6.5%～7%之间，这个数字代表的平均市盈率大约为15倍。但是近年来经济结构发生了很大的变化，可能会导致市盈率的变化。

其中，有两个变化直接与股票的预期回报率相关，而另一个变化则与股票的风险溢价联系起来。

⊖ 罗伯特·阿诺德和克利夫·阿斯尼斯对“留存收益越高意味着股利收益增长越快”的结论提出质疑，并在“大惊奇！更高的股利收益=更高的盈利增长率”(Surprise! Higher Dividends=Higher Earnings Growth)中对未来进行了悲观的预测。

⊜ 举一个简单的例子来说明这个道理。如果市场市盈率是15，盈利收益率就是6.8%，这同时也暗示了其实际回报率。如果我们将股利收益设定为5%，那么累积的留存收益将使每股实际年均盈利增长率达到1.8%。如果我们将股利收益设定为2%，那么每股实际年均盈利的增长率将为4.8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响预期回报率的因素

我们在第5章讨论过，边际税率和资本利得税率的下降使税收对股票回报率的影响降低；另外，过去半个世纪以来，由于通货膨胀的原因使得股票回报率增加了2%以上。这个增长率比固定收益资产的税后回报率的增长率大了许多。

促使股票预期回报率增加的第二个重要因素是交易成本的下降。第1章证明了在19世纪和20世纪早期，由股票指数衡量的股票实际回报率为7%左右。但是在整个19世纪和20世纪早期想要达到这个回报率水平虽然不是不可能，但也非常困难。

哥伦比亚大学的查尔斯·琼斯对20世纪的股票交易成本做了详细记录，这些成本包括支付给经纪人的佣金和买卖差价（bid-asked spread）。他的分析显示，买卖股票的平均成本从1975年年末（取消佣金管制以前）的1%下降到今天的0.18%。

交易成本的下降意味着在19世纪和20世纪大部分时间内，购入并持有一个普通股多样化投资组合的价格将轻易地下降1～2个百分点，当然，这个投资组合的选择必须与指数回报率一致。因为交易成本的存在，早期的投资者在购买股票时只能选择一些股票，分散程度不高，因此必须承担更大的风险。也就是说，如果投资者希望将指数中的所有股票买入以降低风险，那么与交易成本降低以后的年回报率相比，其实际回报率要低5%。

过去20年里，交易成本的下降意味着股东现在能以最低的成本获得并持有指数中的所有股票。[⊖] 可以肯定的是，流动性资产——可以迅速转让并且几乎没有转让成本的资产——的价格高于非流动性资产。过去两个世纪以来，股票的流动性远远小于现在，因此它们的价格比起政府债券这类安全且流动性强的资产要低。随着股票的流动性增强，其与盈利和股利相联系的价值也将上升。[⊜]

股票溢价

在过去200年里，以复利计算的股票平均回报率高于长期政府债券回报率

⊖ 一些指数基金的成本对于散户来说都仅有0.1%。参见第20章。

⊜ 这是由按照复利计算的回报率或者几何平均回报率之间的差异引起的，按照算术平均回报率计算的溢价更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的部分——股票溢价——在3%～3.5%之间。1985年，经济学家梅赫拉和普雷斯科特发表了一篇名为《股票溢价之谜》（*The Equity Premium: A Puzzle*）的文章。在研究中，他们认为，根据经济学家过去研究得出的风险和回报率的标准模型，我们不能解释在历史数据中发现的股票和固定收益资产回报率的巨大差异。他们宣称，这些经济模型所预测的股票回报率应该更低，或者固定收益资产回报率应该更高，甚至两者同时变化。实际上，根据他们的研究，股票溢价为1%或者更低才是合理的。[⊖]

梅赫拉和普雷斯科特不是第一个认为当前的股票溢价太高的人。早在50年前，布朗大学的教授切尔斯·波斯兰就表示，根据爱德加·劳伦斯·史密斯在20世纪20年代对股票回报率优越性的研究，股票溢价应该更小：

> 以下观点看起来很荒谬，但事实的确如此。随着股票研究的深入，更多的人开始承认普通股的优势，但是同时，未来从股票中获得超额利润的机会也就相应减小了。由于这样的认识深入人心，使得股票价格不断上涨，未来的投资者也就失去从本金获得高收益率的机会了。随着这个过程的发展，股票投资获利逐渐减少，其他金融资产的投资者也就心理平衡了。[⊜]

更稳定的经济

但是有很多学者也尝试用标准宏观经济模型来证明历史数据中3%～3.5%的股票溢价是合理的。[⊜]其中一些学者的出发点是个人对降低其消费水平的厌恶，另一些着重考虑到目光比较短浅的投资者的心理，即使在长期内能够获利，这类投资者也不想承担短期的损失。

即使我们假设股票溢价的历史水平是合理的，但未来股票溢价水平的减小也是有道理的，因为实体经济稳定性正在不断增加。

⊖ 梅赫拉和普雷斯科特采用考尔斯基金会从1872年至今的数据进行研究。在他们的研究中，甚至没有提到会降低股票溢价的均值回归特性。

⊜ Chelcie C. Bosland, *The Common Stock Theory of Investment*, New York: Ronald Press, 1937, p.132.

⊜ See Jeremy Siegel, "Perspectives on the Equity Risk Premium," *Financial Analysts Journal*, vol.61, no.1(November/December 2005), pp.61-73. Reprinted in Rodney N. Sullivan, ed., *Bold Thinking on Investment Management, The FAJ 60th Anniversary Anthology*, Charlottesville, Va.: CFA Institute, 2005, pp.202-217.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观察图8-2，它反映了1884年来美国工业生产量的改变。我们可以看到随着时间的推移，特别是大萧条和1980年以后经济波动不断减小。而且，我们目前的研究只考察了工业产量，而忽略了稳定性更高的服务行业，所以可能还低估了整体经济波动降低的程度。

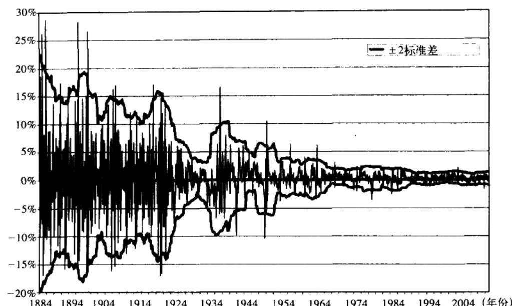


图8-2 工业生产量的改变（1884～2006年12月）

与此同时，GDP的波动也变得更加缓和。经济衰退时期缩短，而经济扩张时期则变得更长。美国上一次经济扩张从1991年3月到2001年3月，整整持续了10年。欧洲经济扩张持续时间更久：英国的上一次经济衰退结束于1995年，而大部分欧洲国家的繁荣时期都超过了10年。

经济学家将这种不断增强的宏观经济稳定性称为风调雨顺（The Great Moderation）。㊀这个良好的局面要归功于更有效的货币政策；比商品部门更具稳定性的服务业部门的不断发展以及由于信息革命来临而对存货和生产的控制力加强。

无论其原因是什么，宏观经济稳定性的增强必然会促进盈利稳定性的增

㊀ James H. Stock and Mark W. Watson, "Has the Business Cycle Changed and Why?" *NBER Macroeconomics Annual*, 2002,pp.159-218.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强，同时降低股票溢价。股票溢价越低，相对于经济基本变量如盈利和股利收益的价值就越高。在稳定性高的经济环境中，公司可以通过增加其融资杠杆，利用低成本的贷款来代替高成本股票等方法来增加盈利。[⊖]

合理的新市盈率

所有这些有利因素对股票市场来说意味着什么呢？第一，它们意味着历史上15倍的平均市盈率可能不再适合于今天的市场。如果长期交易型开放指数基金债券的实际利率为2%，股票溢价为3%，那么股票的实际回报率就是5%，相当于20倍的市盈率。如果股票溢价减少到2%，那么市盈率就会上升到25倍，而未来的股票实际回报率则为4%。如果债券实际利率上升到3%，股票溢价依然为2%，那么股票的实际回报率就为5%，等于20倍的市盈率。因此，如果通货膨胀保持在一个较低水平，税收政策仍然对股票有利，商业周期仍然比较缓慢，那么我们认为股票市场的市盈率在20倍左右是比较合理的。

老龄化冲击

通货膨胀、税收政策、宏观经济的稳定性和交易成本的下降都是影响股票价值的重要因素，但是再仔细研究未来的发展，我们发现另外一个因素似乎更加重要：老龄化社会的到来。

目前，美国和其他发达国家都面临着老龄化的威胁。在接下来的20年里，大约25亿美国人、欧洲人和日本人——第二次世界大战以后出生的一代——将要离开劳动力市场。许多人希望依靠政府和私人养老金计划以及国家税收支持的卫生保健服务度过漫长而舒适的晚年。

但是人口统计学提供的资料和经济的变化告诉我们，未来其实不容乐观。随着政府社会保障计划的失败和资产价值下降导致积蓄花销的加快，许多退休人员的晚年并不像想象中的那样愉快。

⊖ 较低的经济波动性也意味着劳动者收入变得更加可预见，工人们更加有希望将更多的积蓄投入像股票这样风险较高的资产。因为工人们不需要积累那么多的固定收益资产来防御失业，这对股票价格也有正向的影响。参见John Heaton and Deborah Lucas, "Portfolio Choice in the Presence of Background Risk" *Economic Journal*, vol.110(January), pp.1-26.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个预测并不是针对遥不可及的未来，而是根据某些迹象做出的合理推测。除去移民，我们几乎可以精确地掌握在未来20年里工龄满20年以及达到65岁退休年龄的人数。正如伟大的管理学大师彼得·德鲁克曾经说的："人口统计学是已经发生的未来。" ⊖

从人口统计学中可以看到我们的命运

图8-3中联合国人口统计委员会的最新数据清楚地反映了发达国家的老龄化问题。1950年，美国处于工作年龄（20～65岁）的人与退休人员的比例是7:1，而今天是5:1，到2030年，当"婴儿潮"出生的最后一代退休时，这个比例将会下降2倍，下降到3:1以下。

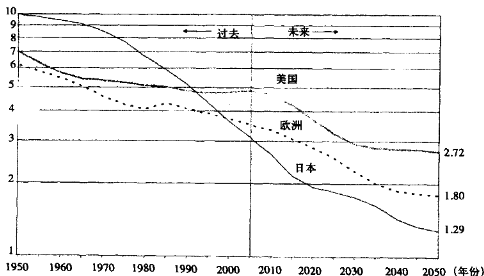


图8-3 20～65岁的人口与65岁及以上人口的比例

资料来源：The U. N. Demographic Commission.

欧洲和日本的老龄化问题甚至比美国还严重。21世纪中期的日本工作人口与退休人员的比例将会降到1:1。到那时，日本居民年龄分布最多的将是75～80岁的老人，意大利等欧洲国家的情形也非常类似。欧洲和日本退休人员对商品的需求将会提高国际市场的商品售价，所以尽管美国老龄化问题并不是那么严重，但它也会受到国外危机的严重影响。

⊖ 这是出版在1997年9月版《哈佛商业评论》75周年庆专刊上的彼得·德鲁克文章的题目。德鲁克的文章是专题"现在对未来的预示"的一部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府和私人养老金计划的破产

尽管我们都知道人口大量增加严重威胁了我们的社会保障体系和卫生保健体系，但仍然有许多人相信他们已经积累了足够的私人财富来安度晚年。

但事实并非如此。威胁公共养老金计划的危机也会危及到私人养老金计划。因为赚钱的人严重不足，所以也没有足够的积蓄来购买退休人员需要出售的资产。

退休人员不能将他们的储蓄转化为消费的原因是，只有当他们将自己持有的资产出售给那些能够延迟消费的人时，才能用金钱购买商品和服务。在一个现代经济实体中，财富并不代表“储存的消费”，就像松鼠为了安然度过冬天而埋藏的大量榛子一样，你不能消费股权凭证，而只能将它们卖给那些想要延迟消费的人。如果这类人数量较少，那么股票、债券和房地产市场就会出现一个严重的熊市，从而导致退休人员没有足够的财富来安享晚年。

也有一些人通过股票积累了足够的财富，而且在他们的有生之年用之不尽，所以未来工人的缺乏并不会对他们的生活造成太大的影响。但是那些继承他们遗产的继承人和基金会消耗财富的速度则会快得多，而这种消耗需要出售大量股票才能支撑。而且，普通退休人员退休时，必定从银行、债券和其他固定收益资产支取大量现金，这会导致利率急剧上升，股票价格下降。

长达一个世纪的趋势的逆转

在供大于求的情况下，资产价格将下跌，提前退休的长期趋势将就此终止。当1935年社会保障法案通过时，平均退休年龄为69岁。1950年下降到67岁，而如今更是降为62岁。2003年，选择在62岁获得不足额社会保障而退休的美国人第一次超过了选择在65岁获得全额社会保障退休的人数。调查显示，尽管人们的健康状况越来越好，但大量美国人和欧洲人仍然希望提前退休。

但这已经成为奢望，因为老龄人口的不断增加，退休年龄的推后很有可能会超过生命周期的延长，这将导致历史上第一次退休以后时间的全面减少。

全球解决方案：贸易机会的到来

老龄化浪潮并不是一个容易解决的问题。当然，提高生产力可以增加收入，但是也让退休更具吸引力，因为退休人员是依靠过去几年工作获得的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人生活。高收入工人移民的增加或许会缓解这种情形，但是移民数量必须非常庞大才能阻止退休年龄的上升。

有一个方法可以解决老龄化浪潮的危机。因为相对于发达国家而言，发展中国家的年轻人口要多得多。年龄的差距产生了贸易的可能性：发展中国家生产的商品可以与老龄化严重的发达国家的资产相交换。

这种贸易并不少见。商品换资产的交易在历史上就发生过，首先是在家庭成员之间（父母养育孩子，孩子赡养年老的父母）发生，然后扩张到部落、社区，最后是整个国家。很快，国与国之间也开始进行这种贸易。发展中国家有能力在向我们提供商品的同时购买我们持有的资产，从而填补老龄人口带来的空白。

我把这叫做老龄化浪潮的黄金解法（Global Solution）。这个解决方法的有效性取决于两个因素：发展中国家的经济增长速度和对世界贸易及资本市场的开放程度。图8-4显示了自1950年以来美国平均退休年龄和预期寿命以及我对2050年情形所做的预测。请注意，发展中国家的经济增长率对未来的退休人员有着很大的影响。如果发展中国家经济增长停滞，商品的缺乏将直接导致退休年龄增加到75岁，从而将退休后的时间从现在的16年减少到8年；如果发展中国家经济增长率为2%，稍微低于发达国家经济增长率，就将在一定程度上缓解这个压力。但是如果发展中国家的经济增长率能够达到4%或者更快，那么对发达国家退休年龄的影响将是巨大的。

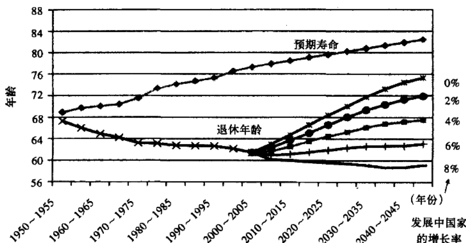


图8-4 美国平均退休年龄和预期寿命（1950～2050年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展中国家总体经济增长率达到4%绝对是有可能的。中国20多年来一直保持8%～10%的增长率，印度也与之相差无几。但是，随着这些国家变得更加富裕，其增长率很可能会减缓。而作为石油产出国的非洲和中东地区则一直保持了较慢的增长速度。如果发展中国家总体经济增长率达到6%～8%，那么世界上其他国家就有足够的生产能力向那些在“婴儿潮”时期出生的人提供足够的商品，同时购买他们需要出售的资产；而美国的退休年龄就可以继续保持其在过去一个世纪以来的模式，维持在62岁或者更低。

美国资本的吸引力

在发展中国家经济发展如此迅速的时候，为什么它们还希望获得我们的资本呢？在本章的开头，我们就已经认识到，经济增长最快的国家的股票回报率不可能是最高的。尽管过去20年里中国是经济增长最为迅速的国家，但是其股票回报率却不尽人意。相反，那些经济增长比较缓慢的国家或者行业的回报率更高。

因此，美国资本市场十分具有吸引力。美国仍然被看成是创新、发现、发明和娱乐产业的源泉，高等教育机构数一数二，资本市场深化程度很高，进入壁垒也相对较少，而且那些希望进行创新的人很容易在美国资本市场上获得融资。另外，许多美国品牌都在世界范围拥有相当高的声誉，所以国外消费市场的增长对于许多美国公司来说非常有利。

我们应该以积极的心态来面对这些现象。尽管美国已经允许大量的跨国公司进入，但是反面消息也是屡见不鲜，如国会曾经断然拒绝了中国中海油公司并购尤尼科（Unocal）以及迪拜港（Dubai Ports）收购美国六大港口经营权。另一方面，伦敦的一些金融指标已经取代美国成为世界金融资本的基准。因此，美国不能袖手旁观，排斥这些国际化趋势将会降低我们未来的回报率和生活标准。

小结

这一章里，我们阐述了快速的经济增长并不能保证高回报率这个道理。事实上，我们可以从历史数据中得知，由于经济增长较慢的国家对股票的估价更为合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理，因此其股票回报率反而高于经济增长快的国家的回报率。

较高的股票回报率往往伴随着较低的市盈率，反之亦然。尽管历史平均市盈率为15倍，但是我们对于未来的股票价格的上升趋势，仍然可以提供一个合理的解释。交易成本和税收的下降，经济稳定性的增强都暗示着未来市盈率的上升。尽管在股票价格达到某个高点时可能导致股票回报率降低，但是我们仍然有充分理由相信股票对于所有追求稳定的长期收入的投资者来说都是个最佳选择。

在遥远的未来，人口老龄化是影响金融市场回报率的一个严重问题。虽然不能逃避人口统计学的现实，但是我们可以采取有效措施使之向一个更好的方向发展。世界经济和资本市场的一体化是未来幸福生活的关键。如果不选择这条道路，我们的未来将一片黑暗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章
Chapter9

战胜大盘

规模、股利收益和市盈率的重要性

证券分析不能擅自放弃一些基本准则，而去考虑某只特定股票的情况……普通股的价格不是由精确计算得出的，而是人们行为相互作用的结果。

——本杰明·格雷厄姆和大卫·多德，1940年

战胜大盘的股票

投资者在选择那些高回报率、业绩胜过大盘的股票时应该采用什么标准呢？盈利、股利收益、现金流转、账面价值、资本额和过去的业绩，等等，这些都是投资者应该着重考虑的指标。

然而金融理论认为，如果资本市场是有效率的，也就是说将上述指标都考虑在定价中，那么对这些基本因素的分析就不能增加投资者的回报。在一个有效率的市场中，只有更高的风险才能让投资者获得更高的收益。资本资产定价模型（CAPM）表明，正确衡量一只股票风险的方法是求回报率与整个市场回报率的相关系数，也就是众所周知的β系数。[⊖]

⊖ 资本资产定价模型是由威廉·夏普（William Sharpe）和约翰·林特纳（John Lintner）在20世纪60年代创立的。参见William Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," *Journal of Finance* ,vol. 19, no. 3(September 1964), p. 442, and John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets" *Review of Economics and Statistics*, vol. 47, no.1 (1965), pp. 221-245.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

β系数[一]可以从历史数据中估计出来，它代表了一项资产回报的基本风险，而且这个风险不能通过分散化投资来消除，所以市场必须对投资者承担的这些风险进行补偿。如果β值大于1，那么这只股票回报率就高于市场平均回报率；如果β值小于1，则恰好相反。那些可以通过多样化资产组合消除的风险（被叫做余值风险）则不要求更高的回报率。“有效市场假说”和资本资产定价模型在20世纪70年代和80年代成为分析股票回报率的基础。

不幸的是，学者在分析了更多的数据以后，发现β值并不能成功地解释个股或者资产组合回报率之间的不同。1992年，尤金·法玛和肯·弗雷切在《金融期刊》（*Journal Finance*）上发表了一篇文章，文章认为有两个因素在决定股票回报率时比β值重要得多，一个是股票规模，一个是股票估价。[二]

在进一步分析回报率后，他们宣称已经找到了“足够的”证据推倒资本资产定价模型，而且“平均回报率的异常已经能够充分说明资本资产定价模型不是一个估计股票回报率的有效方法”。他们还建议研究者探索另外的资产定价模型或者“非理性资产定价”。[三]

法玛和弗雷切的发现促使金融经济学家将股票领域按照两个方向划分：规模，即用股票的市值衡量；估价，或者说是相对于基本面如盈利和股利的价格。法玛和弗雷切并不是第一个关注估价的人。早在70年以前，本杰明·格雷厄姆和大卫·多德就在他们的投资学经典著作《证券分析》中建立了估价的基本原理。[四]

大盘股和小盘股

在法玛和弗雷切的研究之前，股票回报率的资本资产定价模型的预测效果相当不错。1981年，芝加哥大学的研究生罗尔夫·邦兹利用芝加哥大学证

[一] 我们用希腊字母来表示回归方程的系数。第二个系数β表示个股回报率和资本加权市场资产组合回报率之间的关系。第一个系数α表示个股或股票资产组合超出市场回报率之上的历史平均回报率。

[二] Eugene Fama and Ken French, “The Cross Section of Expected Stock Returns,” *Journal of Finance*, vol.47(1992), pp. 427-466.

[三] Eugene Fama and Ken French, “The CAPM Is Wanted,Dead or Alive,” *Journal of Finance*, vol.51.no.5(December 1996), pp. 1947-1958.

[四] Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis*, 1st ed.,New York: McGraw Hill, 1934.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券价格研究中心（CRSP）最新编译的数据库研究了股票的回报率。他发现，即使在经过了风险调整（这里的风险概念是在资本资产定价模型框架下的风险）以后，小盘股的整体业绩也优于大盘股。㊀

为了说明这一点，表9-1列出了从1926年到2006年按照市场资本额大小分成10类的4 252只股票的回报率。资本额最大的168只股票占总市值的61.64%，其年均回报率为9.60%，尽管这些股票的β值小于1，但是这个回报率仍然与资本资产定价模型的预测相吻合。相反，小盘股的β值更高，但是其回报率却高于资本资产定价模型所预测的结果。最小的1 744家公司——每家公司的市值都小于3.14亿美元，仅占总市值的1.5%——的回报率为14.03%，比资本资产定价模型所预测的回报率高出627个基本点。㊁

表9-1 按照市场资本额分为10类的4 252只股票的回报率（1926~2006年12月）

资本额排序	公司数	最大公司的资本额（美元）	占总资本额的比例（%）	复利回报率（%）	β值	超过资本资产定价模型预测的回报率部分(%)
最大	168	371 187 368	61.64	9.60	0.91	−0.36
2	179	16 820 566	13.81	11.00	1.04	0.65
3	198	7 777 183	7.24	11.35	1.10	0.81
4	184	4 085 184	4.02	11.31	1.13	1.03
5	209	2 848 771	3.17	11.69	1.16	1.45
6	264	1 946 588	2.76	11.79	1.18	1.67
7	291	1 378 476	2.15	11.68	1.23	1.62
8	355	976 624	1.83	11.88	1.28	2.28
9	660	626 955	1.92	12.09	1.34	2.70
最小	1 744	314 433	1.47	14.03	1.41	6.27
总计	4 252	371 187 368	100.00	10.31	1.00	0.00

一些人坚持认为小盘股的高历史回报率是对买卖证券时高交易成本的补偿，特别是早期的股票买卖。但对于长期投资者来说，交易成本并不是一个重要因素。这些小盘股的优秀业绩尽管在各个时期各不相同，但是都持续了很长的时间，而且很难用“有效市场假说”来解释。

㊀ Rolf Banz, "The Relationship between Return and Market Value of Common Stock," *Journal of Financial Economics*, vol.9(1981),pp.3-18.

㊁ 这些数据来源于*Stocks, Bonds, Bills, and Inflation(SBBI)* 2007 *Yearbook*, Chicago: Morningstar Publications, Chap.7.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小盘股回报率的走势

尽管自1926年开始，小盘股的历史回报率就超过了大盘股，但过去80年以来，小盘股的超常业绩却是起伏不定的。图9-1对小盘股和标准普尔500指数中股票的累积回报率进行了比较。⊖

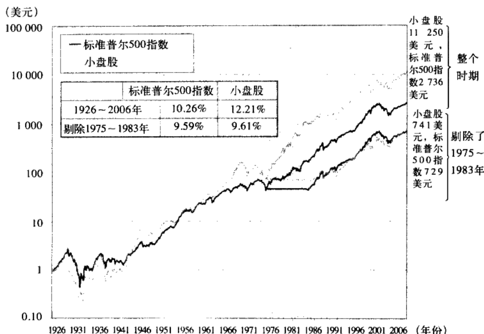


图9-1 小盘股和标准普尔500指数回报率（1926～2006年12月，分别包含和不包含1975～1983年）

小盘股虽然很快从大萧条中恢复了过来，但是在第二次世界大战末期到1960年这个阶段内，其业绩仍然没有超过大盘股。事实上，小盘股的累积总回报率（用市场资本额衡量的最后1/5的股票来衡量）在1926～1959年这一期间从未超过大盘股。到1974年年末，小盘股的年均复利回报率也只比大盘股略高0.5%，几乎不够补偿投资者为之承担的额外风险和交易成本。

但在1975～1983年年末，小盘股开始崭露头角。在这些年里，小盘股的

⊖ 1981年以前，小盘股指数都是由纽约股票交易所上市的市值排在最后1/5（20%）的股票计算得出的。之后，1982～2000年用DFA小公司基金的指数代替小盘股指数，2001年又出现了拉塞尔2000指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年均复利回报率达到35.3%，几乎是大盘股的15.7%的2倍。9年内，小盘股的累积回报率超过1 400%。图9-1显示，如果1975～1983年这9年的时间被剔除，那么1926～2006年大盘股和小盘股的总累积回报率几乎是一样的。

1983年以后，小盘股经历了一个长期的低迷时期，在这段长达17年的时间里，小盘股的业绩都逊色于大盘股，特别是在20世纪90年代末期科技股迅速成长时。但当科技股泡沫破灭后，小盘股回报率又迅速地超过了大盘股。从2000年3月的市场高点到2006年，尽管中间穿插了严重的熊市，但小盘股仍然有7.2%的年均回报率，而标准普尔500指数所代表的大盘股平均回报率则不足1%。

是什么原因导致小盘股在1975～1983年和2000～2006年里表现如此之好呢？在这两个阶段的开始时期，增长型大盘股的崩溃导致养老金管理者和机构经理的注意力都转向了小盘股，这就是在以前牛市中非常受欢迎的“漂亮50”（Nifty Fifty）㊀。另外，国会于1974年签署的《雇员退休收入保证法案》（ERISA）让小盘股进入养老金分散投资更加容易，从而使得小盘股的持有量大大增加。2000～2006年，小盘股在20世纪90年代末大型科技股泡沫破灭后的复兴，使得投资者的注意力第二次转向了小盘股。

小盘股回报率的不稳定并不意味着投资者应该回避这些股票，没有列入大型资本化指数如标准普尔500指数的中小盘股票占据了美国股票总市值的20%。但是，我们应该警惕的是，小盘股溢价的存在不意味着它每年或者每个10年的业绩都会超过大盘股。

估价

价值型股票回报率超过成长型股票

股票分类的第二个标准是价值，也就是那些跟评估一个公司的基本面如股利、盈利、账面价值和现金流转相联系的股票价格。如法玛和弗雷切就认为那些与公司估价的基本面相比价格较为便宜的小盘股回报率就比资本资产

㊀ Nifty Fifty起源于20世纪70年代美国《福布斯》杂志的一个脚注，此后成为“最值得拥有的股票”的代名词。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定价模型所预测的回报率要高。

那些股价与基本面相比较低的股票被称为价值型股票（value stocks），而那些股价与基本面相比较高的股票则被叫做成长型股票（growth stocks）。在20世纪80年代以前，价值型股票通常被称为周期性股票（cyclical stocks），因为市盈率较低的股票通常为工业股，而这些行业的利润与商业周期紧密相连。随着风格化投资方式的发展，专门关注这些股票的股票经纪人对“周期”这个词十分反感，所以更喜欢用“价值”一词。

价值型股票通常在石油、汽车、金融和公用事业这些行业里出现，投资者对其未来增长的期望不高，或者认为这些行业的利润与商业周期紧密相连，而成长型股票则通常集中于以下行业：高科技企业、名牌消费产品、卫生保健服务，等等。投资者认为这些行业的利润与商业周期关系不大，而且增长速度很快。

2006年年末美国股市市值排名前十的公司中，埃克森·美孚石油公司、花旗银行和美洲银行的股价相对于其基本面较低，被认为是价值型股票，而微软、宝洁和强生的价格则相对较高，被认为是成长型股票。

尽管价值型股票或许听起来不太有吸引力，但是投资者绝不应该对这些股票视而不见，投资者对这类股票的低增长率的预期可能是错误的。但更重要的是，即使投资者的这种预期是正确的，如果这些股票的价格足够低，以至于能够弥补其低增长率，那么其回报率也是相当可观的。事实上，正如我们下面将要讨论到的，价值型股票回报率通常比成长型股票的回报率高。

股利收益

股利收益通常被看做选择股票时的另一个重要指标，正如格雷厄姆和多德在1940年所说的那样：

> 经验将进一步验证股票市场已有的判断：如果1美元的盈利以股利的形式分配给股东，而不是进行重复的再投资，那么这1美元的收益对股东而言就更有价值。正常情况下，普通股投资者一方面希望公司能保证足够的盈利能力，另一方面又要求足够的股利收益。[⊖]

⊖ Graham and Dodd, *Security Analysis*, 2d ed., p.381.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近来的研究进一步证实了格雷厄姆和多德的观点。1978年，拉姆斯维和罗伯特·莱森伯格的研究确立了股利收益率和未来回报率之间的重要关系。[⊖]詹姆斯·欧沙那希近些年来的研究也发现1951～1994年，股利收益率最高的50只大盘股的回报率只比市场平均回报率高1.7%。[⊜]

对标准普尔500指数股票历史的研究也支持留存收益可以在未来获得更高的回报率的观点。在收集了从1957年至今的每年12月31日的数据以后，我把标准普尔500指数中的股票分为5类，按股利收益率的大小从高到低排列，然后又计算出了与之相对应的下一个年度的总收益。

图9-2中的结果十分出人意料。按照严格的从小到大的顺序，股利收益率越高的资产组合，其总回报率越高。如果一个投资者在1957年年末用1 000美

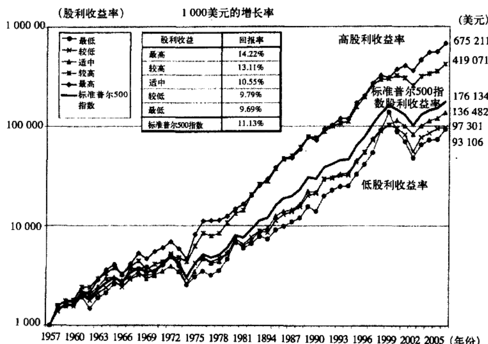


图9-2 标准普尔500指数的历史分析（1957～2006年）

⊖ See Robert Litzenberger and Krishna Ramaswamy, "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices:Theory and Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, 1979,pp.163-195.

⊜ James P.O'Shaughnessy, *What Works on Wall Street*, 3rd ed., New York: McGraw-Hill, 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元购买标准普尔500指数股票，那么他在2006年年末其资产总额将达到176 134美元，年均收益为11.13%。如果用同样的资金购买100只股利收益率最高的股票，其资产总额则会达到675 000美元，年均回报率为14.22%。

股利收益率最高的公司的β值也低于1，意味着这些股票在市场周期中更加稳定，如表9-2所示。股利收益率最低的股票不仅回报率最低，其β值也最高。在过去50年里，标准普尔500指数中100只股利收益率最高的股票年均回报率比有效市场模型预测的高出3.78%，而标准普尔500指数中100只股利收益率最低的股票年均回报率则比有效市场模型预测的低出1.68%。

表9-2 按照股利收益率高低分类的标准普尔500指数股票

股利收益率	几何平均回报率(%)	算术平均回报率(%)	标准差(%)	β值	超出资本资产定价模型预测回报率的值(%)
最高	14.22	15.71	18.81	0.933 6	3.78
较高	13.11	14.24	16.22	0.855 9	2.86
适中	10.55	11.71	16.02	0.908 5	−0.04
较低	9.79	11.35	18.21	1.046 0	−1.36
最低	9.69	12.20	23.17	1.213 0	−1.68
标准普尔500指数	11.13	12.39	16.52	1.000 0	0.00

其他股利收益率策略

根据其他一些高股利收益率策略选择的股票也有可能战胜大盘，其中一个著名的策略叫“道琼斯指数内的狗股理论”(Dogs of the Dow)，或者叫“道琼斯10”(Dow 10)策略，该策略就是主要投资于道琼斯工业平均指数中高收益率的股票。

“道琼斯10”策略被认为是最简单和最成功的投资策略之一。根据《华盛顿邮报》詹姆斯·格拉斯曼的介绍，是克利夫兰投资顾问兼作家约翰·斯拉特在20世纪80年代发明了“道琼斯10”体系。[⊖]哈维·诺尔斯和达蒙·佩蒂在他们写于1992年的名为《股利投资者》(*Dividend Investors*)的书里大力推荐这种策略，同样表示赞同的还有迈克尔·欧希金斯和约翰·道恩斯的《跑

⊖ John R. Dorfman, "Study of Industrial Averages Finds Stocks with High Dividends Are Big Winners," *Wall Street Journal*, August 11, 1988, p. C2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赢道琼斯指数》(*Beating the Dow*)。

这个策略号召投资者在每年年末购买道琼斯指数中收益率最高的10只股票，持有到下一年末并在12月31日再买入10只股票。这些高收益率的股票通常是那些股价持续下跌并且不受投资者青睐的股票。出于这个原因，“道琼斯10”策略又被叫做“道琼斯指数内的狗股”。

对“道琼斯10”策略举一反三的方法是从标准普尔500指数中100只最大的股票里选择10只收益率最高的股票。标准普尔500指数前100的股票所占美国市场的份额比道琼斯指数中前30只股票要大得多。

实际上，正如图9-3反映的，这两个策略都已经获得了充分的数据支持。[⊖]过去半个世纪以来，“道琼斯10”策略的平均回报率为14.08%，而标准普尔10的回报率则达到15.71%，比道琼斯平均指数和标准普尔500指数的年

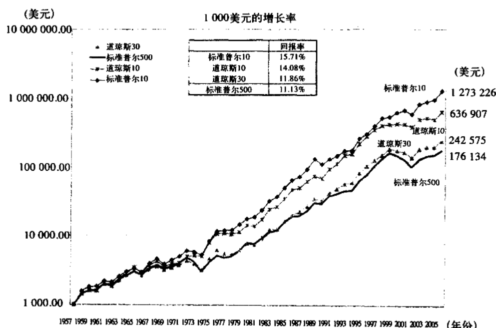


图9-3 道琼斯指数和标准普尔500指数的高收益策略

⊖ 有趣的是，1957～2006年，尽管道琼斯指数的β值小于1，但用同样的资金购买道琼斯指数中30只股票的回报率比购买标准普尔500指数中的股票回报率高73个基本点。《华尔街日报》的编辑对于道琼斯股票的选取负有主要责任。正如在第4章中提到的，标准普尔500指数选择公司的标准主要是在假设公司都是盈利的情况下，根据其市场价值择优选取。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均回报率分别高了3%和4.5%。另外，表9-3还显示出这两个策略的β值都比道琼斯指数或者标准普尔500指数的β值低。

道琼斯10和标准普尔10策略表现最差的一年是1999年，那时资本额巨大的科技股泡沫达到高点。那一年，道琼斯10回报率比标准普尔500指数平均回报率低16.72%，而标准普尔10回报率则比标准普尔500指数低17%。在牛市的后期，当投机者的注意力转向成长型股票时，这些以价值为基础的策略的表现不如以资本加权为基础的策略。

表9-3 道琼斯指数和标准普尔500指数高收益策略

高收益策略	几何平均回报率(%)	算术平均回报率(%)	标准差(%)	β值	超出资本资产定价模型预测回报率的值(%)
标准普尔10	15.71	17.00	17.53	0.909 2	5.25
道琼斯10	14.08	15.32	17.06	0.853 2	3.95
道琼斯30	11.86	13.05	16.31	0.934 1	1.12
标准普尔500	11.13	12.39	16.52	1.000 0	0.00

但是在接下来的熊市中，这些以价值为基础的策略就大放异彩了。在1973～1974年的熊市中，道琼斯30回报率降低了26.5%，标准普尔500指数回报率减少了37.5%。但是标准普尔10仅减少了12%，而道琼斯10在这两年内的回报率反而增长了2.9%。

这些股利收益策略在2000～2002年的熊市中表现也相当出色。从2000年年末到2002年年末，标准普尔500指数回报率下降了30%多，而道琼斯10策略回报率仅仅下降不到10%，标准普尔10策略更低，仅为5%。⊖在过去50年里，这些高收益策略让投资者获得的回报率更高，而回报率的波动性更小。

市盈率

另一个适用于股票选择的价值标准是市盈率，即股票价格与盈利的比值。学者对市盈率的研究始于20世纪70年代末期，当时，桑乔·巴苏在S.F.尼克

⊖ 2003年以后，道琼斯10策略的业绩连续几年落后于道琼斯30，主要原因是通用汽车的表现不佳，在2005年被分割为两个公司之前，它都持续向投资者支付股利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔逊研究的基础上发现，在排除了风险因素以后，低市盈率的股票也比高市盈率的股票的回报率高。[⊖]

像格雷厄姆和多德这样的价值投资者也会赞同这个结论，在1934年的经典著作《证券分析》里，他们说道：

> 因此我们可以得到一个非常现实的结论，从长期来看，那些习惯于购买16倍以上市盈率的股票的人可能会损失很多资金。[⊜]

我采用了与标准普尔500股票的股利收益率研究类似的方法，按照年底价格将头一年12个月的盈利分类，然后计算了每年12月31日指数中500只股票的市盈率，根据市盈率将这些股票分为5类，最后计算它们在未来12个月的收益。[⊜]

图9-4表明，研究结果与股利收益率的研究结果相似。高市盈率（或者低盈利收益率）的股票普遍被高估，而回报率较低。高市盈率股票的资产组合的累积回报率为65 354美元，年均回报率为8.90%，而低市盈率股票资产组合回报率为14.30%，累计达到70 000美元。

表9-4还显示，除了较高的收益外，低市盈率的股票的标准差也较低，β值也低于标准普尔500指数的β值。事实上，标准普尔500指数中市盈率最低的100只股票的年均回报率比资本资产定价模型预测的回报率高出5.5%左右。

表9-4 按照市盈率分类的标准普尔500股票的回报率

市盈率	几何平均回报率(%)	算术平均回报率(%)	标准差(%)	β值	超出资本资产定价模型预测示盈率的值(%)
最低	14.30	15.35	15.50	0.634 7	5.51
较低	13.52	13.52	15.79	0.606 7	4.99
适中	11.11	11.11	14.59	0.623 0	2.30
较高	10.04	10.04	14.95	0.707 7	0.70
最高	8.90	8.90	18.84	0.854 6	−0.78
标准普尔500	11.13	12.39	16.52	1.000 0	0.00

⊖ S.F. Nicholson, "Price-Earnings Ratios," *Financial Analysts Journal*, July/August 1960,pp.43-50, and Sanjoy Basu, "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratio: A Test of the Efficient Market Hypothesis," *Journal of Finance* ,vol. 32 (June 1977), pp. 663-682.

⊜ 即使是格雷厄姆和多德也认为有必要对"过度的"市盈率的界定进行调整。所以他们在1940年《证券分析》的第2版中，将合理市盈率的上限从16倍换成了20倍。

⊜ 那些收益为0或者为负的公司被归入高市盈率的范围内。回报率的计算从2月1日到次年2月1日，这样投资者就能够用第4季度的实际收益代替计划收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

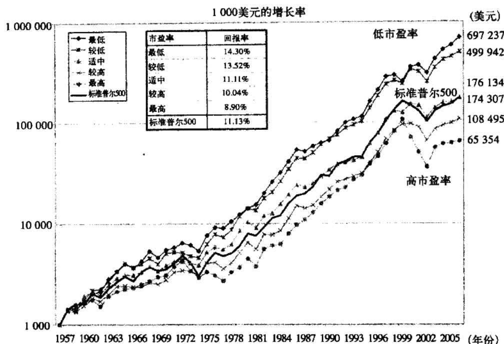


图9-4 标准普尔500指数公司的市盈率（1957～2006年12月）

股价与账面值比率

在以价值为基础的衡量体系中，市盈率和股利收益率并不是唯一的标准。从1980年的丹尼斯 · 施达文到之后法玛和弗雷切所撰写的一系列学术文章说明，在预测未来横截面股票收益时，股价与账面之比率也许比市盈率更重要。

格雷厄姆和多德认为账面价值与市盈率和股利收益率一样，也是决定股票回报率的重要因素之一：

> （我们）认为公众在买卖公司股票前至少应该关注一下它们的账面价值……对于股票购买者来说，如果他认为自己足够聪明的话，至少先应该告诉自己其实际成本到底是多少，而且还要明白他将自己的货币换成了何种资产。㊀

尽管法玛和弗雷切发现，在解释1992年他们研究中的横截面回报率时，账面价值比起市盈率和股利收益率来说，更适合于做价值标准，但是其中存

㊀ Graham and Dodd, *Security Analysis*, 1st ed., pp.493-494.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个概念性的问题。账面价值并不能反映资产市值的改变，也不能将研发支出列入资本中。事实上，在1987～2006年这段期间内，我们的研究显示，在解释回报率时，账面价值的作用一般小于股利收益率、市盈率或现金流转。[⊖]因为随着时间的推移，知识产权对一个公司价值增值的重要性越来越大，所以账面价值在预测公司未来价值方面将存在更多的缺陷。

规模和价值标准的结合

表9-5总结了1958～2006年按照规模和账面/市场比率分类的25类股票的年均回报率。价值型股票的历史回报率超过了成长型股票，特别是小盘股。规模最小的价值型股票年均回报率为19.59%，在25类股票中回报率最高；而规模最小的成长型股票回报率仅为5.97%，是所有分类中回报率最低的。当公司规模扩大时，价值型和成长型股票回报率之间的差距会变小。规模最大的价值型股票年均回报率为13.17%，而规模最大的成长型股票年均回报率大约为9.87%。

表9-5 按照规模和账面/市值比率分类的复利年均回报率
（1958年1月1日～2006年12月31日）

整个阶段		规模(%)				
		小盘股	2	3	4	大盘股
账面/市值比率	价值型	19.59	18.29	17.58	16.10	13.17
	2	18.37	17.53	16.20	16.15	12.25
	3	15.06	16.00	13.90	14.72	12.16
	4	13.90	12.78	13.92	11.43	11.11
	成长型	5.97	8.30	8.85	10.62	9.87
剔除了1975～1983年		规模(%)				
		小盘股	2	3	4	大盘股
账面/市值比率	价值型	15.52	14.86	14.64	13.67	12.04
	2	14.80	13.98	13.49	14.50	10.69
	3	10.91	13.23	10.92	12.43	11.18
	4	9.61	9.11	10.75	9.26	9.94
	成长型	1.46	4.62	5.91	8.73	9.56

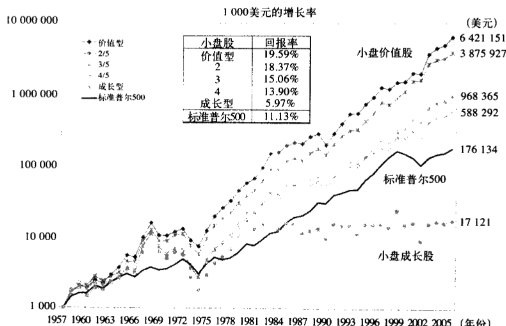
⊖ 未出版的研究利用法玛·弗雷切网页上的数据，估计了1987～2006年价值策略中最后1/5的股票的α值，http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我们剔除了1975～1983年这段时期后，小盘股的回报率下降。但是值得注意的是，小盘价值型股票和成长型股票的回报率差距仍然很大，几乎没有发生任何变化。

图9-5中反映了1957～2006年以来，规模最小的成长型和价值型股票累计回报率之间的差距。小盘成长型股票在这段时间内的累计回报率仅为5.97%，也就是说，如果投资者在1957年12月投资1 000美元，那么2006年年末其累计收入为17 121美元。相反，小盘价值型股票年均累计回报率为19.59%，1 000美元的投资将增长到642万美元。

小盘成长型股票和价值型股票的差别还表现在：衡量小盘价值型股票风险的β值为1，而小盘成长型股票的β值超过了1.5%。这意味着小盘价值型股票的历史回报率大约比“有效市场”所预测的回报率高出10%，而小盘成长型股票的历史回报率比其预测水平约低4.4%。



小盘股	回报率
价值型	19.59%
2	18.37%
3	15.06%
4	13.90%
成长型	5.97%
标准普尔500	11.13%

图9-5　规模最小的成长型股票和价值型股票累计回报率（1957～2006年12月）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首次公开发行：新上市的小型成长型公司令人失望的总体回报率

首次公开发行上市（IPO）的小盘股总是让投资者激动不已。

新公司的上市总是能让投资者兴奋，他们梦想着这个新公司能够成为下一个微软或者英特尔。对首次公开发行股票的巨大需求导致大多数股票在向二级市场开放以后价格飙升，从而使得以发行价购买股票的投资者迅速获利。[⊖]结果，这些首次公开发行的股票中的很大一部分都被划为了“成长型”股票。

当然，过去的某些IPO股票的确发展得很好。沃尔玛在1970年10月首次公开发行，并在2006年年末就将当时投资者的1 000美元变为了137万美元。那些当初花1 000美元购买家得宝和英特尔股票的投资者现在也成了百万富翁——如果他们到现在仍旧持有这些股票的话。思科公司是IPO的另一个赢家。这家网络供应商于1990年上市，尽管在第一个10年里公司就分配了所有的股利收益，但是到2006年年末，购买该股票的投资者年均回报率仍然达到40%。

但是这些少数的大赢家能够弥补所有的损失者吗？为了说明IPO股票是否是一种好的长期投资方式，我验证了1968～2001年发行的大约9 000只IPO股票的购买并持有的回报率。我所计算的回报率包括投资者在第一个交易月末购入股票和以发行价格购入股票并均将其持有到2003年12月31日的回报率。[⊜]

毫无疑问，损失的IPO股票数量远远超过了盈利的股票。在笔者所验证的8 606只股票中，6 796只股票或者说79%的股票回报率都低于一个具有代表性的小盘股指数的回报率，几乎半数股票的回报率都比该指数回报率低10%以上。

更不幸的是，诸如思科和沃尔玛这样的大赢家的收益根本就不能弥补这几千只IPO股票的损失。图9-6显示了用相同的资金购买在给定时间内所有IPO股票的资产组合回报率和拉塞尔2 000小盘股票指数的资产组合回报率之间的差异。我们分别从两个起始点开始计算回报率：① 股票首次公开发行的第一个月末；② 较低的股票发行价格。

⊖ 以发行价购入IPO股票，特别是那些需求量很大的股票是一件非常困难的事情，因为投资银行和经纪人公司通常会把这些股票配给他们最大的客户。

⊜ 到2003年12月31日，大约有1/3的公司都还以其现有的组织结构存在着。如果没有，我就用伊博森小盘股指数的回报率来代替。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

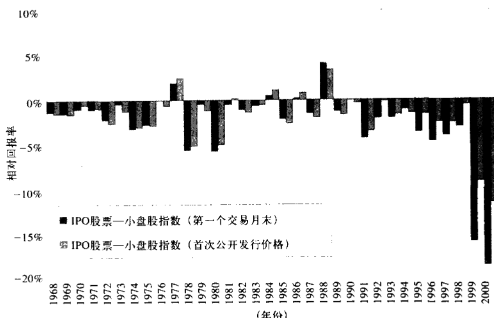


图9-6 1968～2001年发行的大约9 000只IPO股票买进并长期持有的回报率

我们检验了1968～2000年发行的所有IPO股票的回报率，并且将回报率的计算向后延长了3年，一直到2003年12月31日。结果非常明显，从1968年到2000年，无论是按照第一个交易月末的价格还是按照发行价格计算，这33年中有29年IPO股票都低于小盘股指数的年均回报率。

甚至当股票大赢家西南航空公司、英特尔和Limited Stores集中上市的1971年，所有的IPO股票组合回报率仍然赶不上小盘股指数回报率，家得宝在1981年上市的时候也遇到了相似的情形。

即使是在股票市场非常繁荣的1986年，微软、甲骨文、Adobe、易安信（EMC）和太阳微系统公司通通上市并在之后的16年里每年增加30%的回报率，然而所有IPO股票组合回报率也仅仅是跟小盘股指数回报率持平。

20世纪90年代末发行的科技股表现也非常糟糕。按照发行价格计算，1999年和2000年发行的IPO股票年均回报率分别比小盘股指数回报率低8%和12%；如果按照第一个交易月末价格计算的话，差距则为17%和19%。

甚至那些开盘价翻倍甚至更多的股票也不适合长期投资。为网络通信管理设计产品的Corvis公司在2000年7月28日上市。上市时，公司的销售额为零，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营损失达到7.2亿美元。但是，在第一个交易日结束的时候，Corvis公司的市值却飙升到287亿美元，几乎可以名列美国100家最值钱的公司之一。

把Corvis公司与思科公司做比较，我们可以从中发现重要的问题。思科公司在这10年以前的1990年2月上市时，已经是一家盈利的企业，年销售额达6 970万美元，净利润达1 390万美元。在第一个交易日结束时，思科IPO股票的市值为2.87亿美元，仅是Corvis公司的1/100，而后者在当时既无销售额也没有利润。如果说1990年思科因为市盈率高于平均市盈率而被划为“成长型股票”，那么Corvis就应该被划为“超成长型”股票了。

2000年7月28日，Corvis公司的发行价为360美元（配股调整），开盘价为720美元，之后在8月初上升到1 137美元，但紧接着就在2005年4月猛跌至3.46美元。

成长型股票和价值型股票的本质

当评估成长型和价值型股票时，投资者应该注意，这些名词并不是公司产品或者公司所在行业的内在属性，与诸如盈利或者股利这样的基本面相联系的企业市场价值才是决定这些名词的根本。

因此，技术部门的企业往往被认为具有高成长潜质，但只要它不受投资者欢迎并且以相较于基本面低的价格出售，就可以被划为价值型股票。相应地，汽车制造商常常被认为是成长潜力较小的成熟行业，但是只要其股票受到投资者的追捧，并且以相较于基本面高的价格出售，我们就认为它是成长型股票。实际上，随着时间的变化，许多股票都会因为其市场价值的波动而在成长型和价值型之间不断变换角色。

对规模和价值作用的解释

许多学者希望能解释数据中规模和价值因素的作用。法玛和弗雷切曾经假设在那些大危机时刻，价值型股票可能会承受非同寻常的金融压力，因此需要给予持有这类股票的投资者一个股票溢价，以防危机时刻的出现。事实上，价值型股票在大萧条和1929～1932年股灾时的表现的确逊色于成长型股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，但自那以后的两次熊市和经济衰退时期，价值型股票的业绩都优于成长型股票，所以这个答案是值得商榷的。[㊀]

价值型股票业绩超过成长型股票的另一个可能的原因是用β值来概括股票风险过于片面。β值来源于资本资产定价理论，这是一个基于投资机会不变下的静态理论。然而在一个动态的经济中，实际利率是非常容易改变的，而股票价格将不仅仅取决于盈利，对利率的改变也会产生反应。

在一篇名为“好的β值，坏的β值”（Good Beta, Bad Beta）的文章里，约翰 · 坎贝尔基于历史证据，将与利率波动相联系的（他称为好的β值）的β值与跟商业周期相联系的β值（他称为坏的β值）区分开来。[㊁]但是，1997～2000年，当成长型股票随着实际利率的升降而升降时，该理论就不成立了。

另一个关于成长型股票业绩次于价值型股票的理论是行为理论：投资者在面对盈利增长迅速的公司股票时过于兴奋了，极力哄抬其价格。“传奇股票”（story stocks）如英特尔或者微软过去的惊人业绩抓住了投资者的心，而当这些公司的增长率减缓，盈利逐渐稳定以后，投资者反而会对其失去兴趣。

喧闹市场假说

解释价值型股票良好表现的另一个更加普遍的理论是：股票价格长期受到与企业的基本价值无关的买卖行为的影响。专业文献把这些买家和卖家称为“流动性”或者“喧闹”交易者。他们的买卖行为可能被税收、受信责任[㊂]、资产组合的调整或是其他个人因素所影响。为了解释历史数据规模和价值因素的影响，我们需要添加另一个假设：由这些流动性交易者导致的价格变动并不会立即朝着与那些基于基本信息的价格相反的方向变动。

这个假设是对有效市场假说的背离，有效市场假说认为在任何时候，证券的价格都是企业内在价值的无偏估计。我将与之对立的这种假说叫做“喧

㊀ John Y. Campbell (with Jens Hilscher and Jan Szilagyi), "In Search of Distress Risk," revision of National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No.12362, Cambridge, Mass., March 2007.

㊁ John Y. Campbell and Tuomo Vuolteenaho, "Bad Beta, Good Beta," *American Economic Review*, vol. 94, no. 5(December 2004), pp.1249-1275.

㊂ 根据中国《公司法》和特别规定，董事、监事、高级职员和经理对其公司承担受信责任，不允许进行与公司利益相竞争或对公司利益有损害的任何活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

闹市场假说”，因为喧闹或者流动性的交易者的行为经常使股票价格偏离企业的基本价值。[⊖]

喧闹市场假说可以解释规模和价值的影响力。[⊜]在供不应求的时候，股票价格将上升到基本价值以上，并且使得股票更像大盘或者成长型股票；当这种局面消失时，这些大盘成长型股票价格下降，回报率降低。相反，在供过于求时，股票价格低于基本价值，从而靠近小盘或者价值型股票，相对于基本面而言，其价格很可能被低估。当供求趋于平衡时，这些价值型股票将获得更高的回报率。

小结

历史研究显示，在不用承担额外风险的情况下，通过关注与企业规模和价值相联系的基本面，投资者可以获得更高的长期回报率。股利收益率和市盈率都是影响回报率的重要因素。长期以来，高股利收益率和低市盈率的股票组合回报率会超过市场平均水平，比有效市场假设或者资本资产定价模型预测的回报率还要高。

但是，投资者应该知道，任何一种策略都不可能让投资者在每时每刻都胜过大盘。小盘股显示出的周期性繁荣可以让它们的长期业绩优于大盘股，但是大多数时候，它们的表现是比不上大盘股的。另外，价值型股票一般在熊市中表现良好，但在之后的牛市中业绩劣于成长型股票。这意味着如果投资者决定购买这些增加回报率的股票，那就必须要有足够的耐心。

⊖ See Jeremy Siegel, “The Noisy Market Hypothesis,” *Wall Street Journal*, June 14, 2006.

⊜ See Robert Arnott, Jason Hsu, Jun Liu, and Harry Markowitz, “Does Noise Create the Size and Value Effects?” unpublished manuscript, September 2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章

Chapter10

全球化投资和中国、印度及新兴市场的崛起



我们今天要谈的是一个正在成长中的产业——全球化投资。现代社会中，全球证券组合投资正在加速成长。

——约翰·坦普顿[⊖]

在第1章，我们提到股票投资的长期优势并不局限于美国，许多其他国家的投资者也通过股票投资积累了大量财富。但是，在20世纪80年代后期以前，由于考虑到距离和外来投资者产生的风险问题，外国市场几乎全被本土投资者所占据。

但这样的情形不会再持续下去了。金融市场的全球化不再是遥不可及的未来，我们目前正在经历这样一个过程。美国曾经是资本市场的霸主，但现在只是投资者获取财富的众多国家之一。第二次世界大战末期，美国股票几乎占全球股票市场资本额的90%；1970年，这个数字仍然保持在2/3左右；但是如今，美国股票市场价值仅占全球股票价值不到一半的比重，而且这个比重还在逐渐减少。那些眼中只有美国市场的投资者会忽略掉世界大部分的股票资本。

世界人口、产值和股票资本

尽管全球许多国家的股票市场都在迅速发展，但发达国家或地区的势力仍然占据了绝对优势。[⊖]图10-1a到图10-1c反映了各国在世界经济中所占的权

⊖ 摘自于1984年5月2日在美国金融分析师联盟年会上的演讲。

⊖ 北美洲（美国和加拿大）、西欧、日本、澳大利亚和新西兰、新加坡、韩国、中国台湾和中国香港。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重。发达国家或地区的人口不到世界总人口的15%，但其产值占世界总产值的50%以上，而世界股票资本的93%也都集中在发达国家或地区。⊖

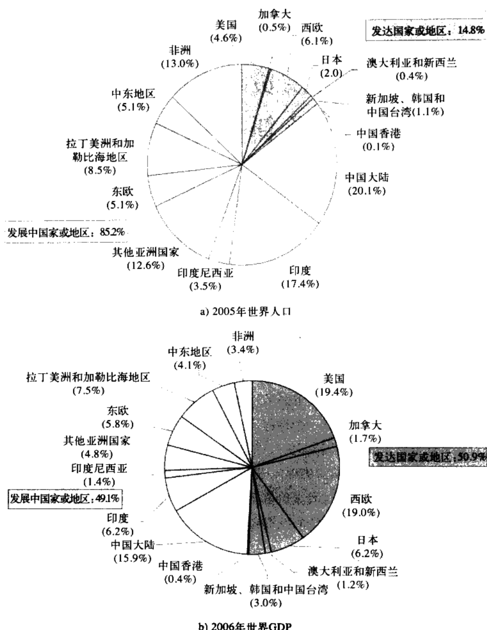
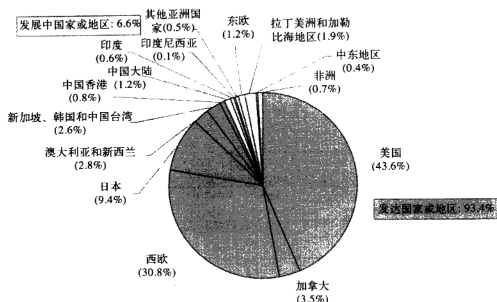


图10-1 各国（地区）在世界经济中所占权重

⊖ 我们这里计算的股票仅包括流通股，所以对中国而言只有在香港发行的股票是流通股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



c) 2007年世界股票价值

图10-1 （续）

但是这种产出和资本分布严重不平衡的局面将不会再继续下去了。新兴市场的产出和股票资本份额正在快速增长，而且这种增长趋势还将持续。正如我们马上要谈到的，通信革命和市场资本化的进程将推动诸如中国、印度这样的国家走向世界经济的最前列。

然而，投资者也不能过度迷信于经济增长，我们在第8章已经了解到经济高速增长并不代表较高的股票回报率。我们可以从历史中发现，投资者对高回报率的梦想就曾经多次因为一些突发事件而破灭。

外国市场周期

过去，当美国市场走高时，外国市场通常处于衰退状态，反之亦然。表10-1反映了20世纪70年代和80年代，美国股票回报率落后于欧洲和日本，90年代迅速崛起，然后在21世纪的第一个10年里重新跌落的过程。回报率的这些差异显示出了在世界范围内进行多样化投资组合的重要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表10-1 世界股票市场以美元计算的复利年回报率（1970～2006年12月，括号中的数据表示标准差）

国家或地区	1970～2006年	1970～1979年	1980～1989年	1990～1999年	2000～2006年
世界[①]	10.81%	6.96%	19.92%	11.96%	4.65%
	(17.07)	(18.09)	(14.59)	(13.94)	(20.76)
EAFE指数[②]	11.57%	10.09%	22.77%	7.33%	7.08%
	(21.93)	(22.77)	(23.28)	(16.93)	(23.85)
美国	10.84%	4.61%	17.13%	19.01%	2.45%
	(17.10)	(19.01)	(12.52)	(14.39)	(18.35)
欧洲	12.27%	8.57%	18.49%	14.50%	7.34%
	(20.95)	(20.97)	(25.89)	(12.71)	(24.33)
日本	11.47%	17.37%	28.66%	-0.69%	4.28%
	(34.69)	(45.41)	(28.57)	(28.90)	(25.71)

① 摩根士丹利资本国际（MSCI）价值加权世界指数。
② 欧洲、澳大利亚和远东地区的MSCI指数。

日本市场泡沫

日本1980年的牛市是世界股票市场历史上最引人注目的一次市场泡沫。20世纪70年代和80年代，日本股票的年平均回报率比美国股票的年平均回报率高出10%以上，超过了其他任何国家的回报率。日本的这次牛市如此之繁荣，以至于在1989年年末，美国股票市场价值第一次失去了自20世纪初期以来一直保持的世界第一的位置。日本这个人口仅占美国人口1/2、土地面积仅为美国4%的国家，在第二次世界大战时其国内经济几乎全部被摧毁，如今却变成世界上价值最高的股票市场所在地。

日本市场的超额回报率吸引了数十亿美元的外国投资，但是到20世纪80年代末期，许多日本股票价值达到了一个顶点，无法再继续上升。与美国原先的电信业巨头美国电报电话公司类似的日本电报电话公司市盈率达到300倍以上。仅一个公司的市值就达数千亿美元，相当于世界上除少数几个国家外的股票价值总额。日本在这个时期的股票市值比起2000年美国或欧洲的科技股泡沫中的股票市值有过之而无不及。

美国芝加哥商品交易所主席里奥·梅拉米德（Leo Melamed）1987年到日本时，曾经问过东道主，监管当局怎么会容许如此高的股价呢。他们回答说："你不明白，日本股票的估价方式正在发生着全新的变化。"那时候，梅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉米德就已经预见到日本股市的厄运了，因为当投资者将历史教训抛置一边时，那些惨痛的教训就会重新找上门来。[一]

曾经在1989年12月超过39 000点的日经指数在1992年8月跌至近14 000点，接着在2002年又跌到了8 000点以下——这一跌幅比美国和欧洲股票市场自从1929～1932年股灾后经历的任何一次市场下跌都要严重。至此，日本股市的神话破灭了。

新兴市场泡沫

日本股市的崩溃使世界投资者的热情转移到了新兴市场上——发展中国家或地区的股票市场。投资者亲眼目睹了中国台湾、韩国和泰国股市的繁荣，而现在印度、印度尼西亚甚至中国也开始崭露头角。

而且，参与到这一游戏中的并不仅仅是亚洲国家，长期处于独裁统治之下，反对自由市场机制（左派和右派的观点都是一样）的拉丁美洲国家也开始走出狭窄的圈子，积极寻求外国投资，阿根廷、巴西和墨西哥这些国家的股权收益也备受关注。

中国也开始积极发展其股票市场。1990年[二]中国第一个股票交易市场在深圳开放，当时，这个世界人口最多的国家成千上万的人排了几天的队等待购买公司股票。另外，香港已经于1997年回归中国，在上一个10年里，香港的股票投资收益超过了美国。

新兴市场就像美丽的蝴蝶一样破茧而出，准备在蓝天里翱翔。但我认为用“消沉的市场”来形容它们更加适合，投资者对这些市场的预期远远超过了它们的实际表现，就像蝴蝶在第一次学会飞翔不久后很快被小鸟吃掉一样，在投资者大规模涌入这些市场后，熊市很快出现了。

1997年标志着新兴市场历史上最惨重的一次危机的开始。投资者醉心于不断发展的亚洲市场并一再哄抬股价，却在不久之后就经历了货币和股票价格的垂直下跌。1998年，这次危机越过太平洋地区，延伸到了拉丁美洲、东欧和俄罗斯。

在短短两年的时间里，没有任何一个新兴市场能够幸免于难。这些国家

[一] Martin Mayer, *Markets*, New York: Norton, 1988, p.60.

[二] 原书为1998年。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分——即使不是全部——的股票市场以美元计算的跌幅都至少在50%左右，有些甚至更多。印度尼西亚、泰国和俄罗斯股市跌幅超过90%；菲律宾和韩国的股票市场下跌达80%。甚至是这些发展中国家中最强大、最先进的国家和地区——新加坡和中国香港，其股市市值也缩水了70%。

严重的经济衰退打击了投资者对海外投资的热情，而且也让那些在发达国家寻求财富的美国投资者麻烦不少。随着美国股市的繁荣和美元的升值，欧洲和日本市场上的美元股票回报率降到美国以下。投资者多年海外投资积累的高额收益就这么消失了，许多人开始质疑全球化投资的正确性。

新千年和科技股泡沫

20世纪的最后3年里科技股泡沫出现，世界所有股票市场都一片欣欣向荣的景象，其中欧洲和美国股市更是全面飘红。但是，这种情景不可能一直持续下去。

新千年刚开始不久，科技股泡沫就破灭了，股票市场进入一个严重的熊市。所有发达国家的股市缩水50%以上：从2000年3月到2002年10月，美国股市下跌50%，与1972～1974年熊市中的跌幅相当；欧洲和日本市场的跌幅分别为60%和63%，在2003年3月——美国股市触底之后5个月——也跌至最低，之后不久，美国开始入侵伊拉克。

当世界经济从“9·11”恐怖袭击和衰退中逐渐恢复时，美国和欧洲股市开始上扬，到2007年达到一个新的高点，但是美元的走势开始发生急剧变化。美元在1995～2001年的大幅升值以后开始迅速贬值，到2004年年末贬值幅度达到1/3。因此，那些以美元为基础货币的投资者的外国股票业绩通通超过了国内股票，与20世纪90年代的情形恰好相反。

那些在经济衰退时期业绩远远次于发达国家股票市场的新兴市场在2000～2002年的熊市中却出乎意料地表现稳定，这成为其未来良好业绩的征兆。事实上，当世界经济开始复苏时，这些新兴市场的确又一次高涨，甚至超过了其10年以前的业绩。

这些市场周期让我们对国际股票了解多少呢？没有哪一个市场会永久性繁荣，而世界市场的全球化让投资者有更多机会将他们的投资风险分散到国内市场以外的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球市场的多样化投资组合

多样化投资组合的原则

进行海外股票投资的根本动机并不是因为外国经济增长较快，从而使得股票回报率较高，这个结论或许会让许多投资者感到奇怪。我们在第8章已经谈到过，经济高速增长并不能保证高额的股票回报率。

投资者进行全球化投资的原因在于加大投资组合多样化程度并降低风险。[⊖]海外投资增加投资多元化程度的原理其实与国内不同行业多元化投资一样。寄希望于一只股票或者一个行业的投资策略都是不恰当的；同样，将所有的资金都投资于本国的股票市场也是不合理的，特别是发达国家股票市场所占世界市场份额越来越小的时候。

因为不同国家股票价格升跌的时间有所差异，所以全球多样化投资可以降低风险，而且各个市场不同期的回报率变化还有助于减少资产组合回报率的波动性。但是，近年来特别是在短期内，世界股票市场变化日趋一致。我们将在稍后讨论这个问题。

一项资产的回报率跟市场上其他资产回报率的相关性越低，分散化作用就越好。股票或者股票资产组合的回报率相关性是用相关系数来衡量的。对于投资者来说，最好的情况就是两个国家的股票回报率没有相关性，即相关系数等于0。在这种情况下，投资者将其资金平均分配在每个国家的市场上，比起那些只投资于单个国家股市的投资者，前者几乎可以将风险降低1/3。随着相关系数的增大，多样化投资的收益就会逐渐减小。如果资产回报率之间高度相关，导致相关系数等于1，那么多样化投资组合就不存在额外的收益了（但也没有损失）。

“有效”资产组合：初步分析

投资者应该如何决定资金在国内市场和海外市场上的分配比例呢？正如以上分析所言，每个国家的投资额取决于投资者对各国预期风险和收益以及美国股市和这些新兴国家股市回报率之间相关性的估计。估计这些预期收益、

⊖ 这里的风险是指资产组合回报率的标准差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险以及相关性的一个方法是分析回报率的历史数据。一旦我们能够确定这些预期数据，那么通过数学方法对资产组合进行初步分析，就可以确定“最佳的”或是最“有效的”风险－回报率配置方式了。

表10-2分别列出了美国和海外市场风险和回报率的历史数据。我们可以看到，从1970～2006年，摩根士丹利EAFE指数——发达国家股票市场指数⊖——的美元回报率超过了美国股市回报率，那些以美元为基础货币的投资者的年均复利回报率达到11.57%，而美国股市回报率仅为10.84%。

表10-2 以美元计价的股票回报率和风险（1970年1月～2006年12月）（%）

国家或地区	美国回报率		国内风险	汇率风险	风险总和	相关系数①
	复利	算术平均值				
世界	10.81	12.17	16.57	5.07	17.07	84.27
EAFE指数	11.57	13.64	19.30	10.25	21.93	57.42
美国	10.84	12.21	17.10	—	17.10	100.00
欧洲	12.27	14.10	20.18	11.27	20.95	70.57
日本	11.47	16.05	28.34	12.71	34.69	29.90

① 以美元计算的美国股市回报率与外国市场回报率的相关性。

尽管外国股市的回报率稍高，但同时风险也相对较高。这些外国市场上的美国投资者回报率的风险来源有两个：外国股市本身的波动——被称为当地风险（local risk）；外国货币与美元的汇率波动，被称为汇率风险(exchange-rate risk)。

必须注意到，持有外国股票的总体风险是大大小于当地风险和汇率风险之和的，因为这些变量并不是完全相关的，所以汇率的变动和当地股票市场的变动很有可能相互抵消。

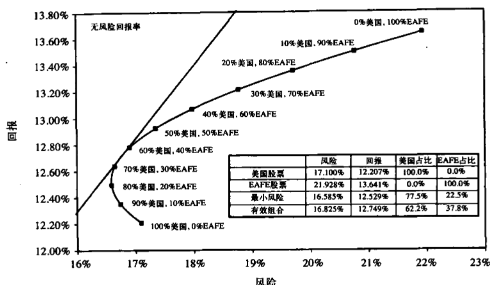
国外市场上以美元计算的回报率的标准差大约为22%，比美国市场高5%左右。美国股市和非美国股市的年均回报率之间的历史相关性约为57%，这意味着非美国股市回报率大约57%的变化也会体现在美国股市回报率上。

用上述历史数据可以绘制出图10-2。图10-2反映了以美元为基础货币的投资者在国外股市（用EAFE指数来衡量）和美国股市中不同投资比例的风险－

⊖ EAFE指数投资组合中包含的国家和地区有澳大利亚、奥地利、比利时、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、中国香港、爱尔兰、意大利、日本、荷兰、新西兰、挪威、葡萄牙、新加坡、西班牙、瑞典、瑞士和英国。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报率权衡系数（叫做有效边界）。实现最小风险的组合是22.5%的EAFE股票加上77.5%的美国股票。



	风险	回报	美国占比	EAFE占比
美国股票	17.100%	12.207%	100.0%	0.0%
EAFE股票	21.928%	13.641%	0.0%	100.0%
最小风险	16.585%	12.529%	77.5%	22.5%
有效组合	16.825%	12.749%	62.2%	37.8%

图 10-2

但是“最佳”的风险-回报率权衡组合——叫做有效资产组合——并不仅仅要实现风险最小化，而且要达到风险和回报率之间的最佳权衡。“最佳”资产组合中，国外股票所占比例应该上升到37.8%。[⊖]相对于这个数字，2007年7月，全球投资多样化组合中EAFE指数占总市值的57%，而美国股票占43%。

美国和国外股票投资组合比例的估计取决于投资者对风险和收益的预期。比如，如果我们忽略了汇率风险，那么投资者或投资机构就可以买入多个不同国家的股票，并且不需要兑换美元。在这种情况下，国外股票所占最佳比例应该上升到52.6%，比其在2007年全球股票总市值中所占比重稍低。

表10-3列出了预期风险和回报率的改变对美国和国外股票组合比例的影响。美国股市预期回报率每增加100个基本点或者EAFE指数回报率每下降100个基本点，美国股票所占比例就上升11.1%。美国股市预期回报率风险每上升1%点或者EAFE回报率风险每下降1%点，美国股票所占比例就下降6.5%。

⊖ 那些想要进一步理解风险-回报率分析的读者可以参看Richard A.Brealey，Stewart C.Myers，and Franklin Allen，*Principles of Corporate Finance*，8th ed., New York: McGraw-Hill, 2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EAFE指数和美国股市回报率之间的相关系数每增加0.10，EAFE指数所占比例就下降2%。㊀

表10-3 不同预期下的有效资产组合 (%)

	美国股票	EAFE股票	美国股票占比变化
历史数据①	62.20	37.80	—
美国股市回报率增加100个基点	73.30	26.70	+11.10
EAFE指数回报率增加100个基点	52.30	47.70	−9.90
美国股市风险增加100个基点	55.70	44.30	−6.50
EAFE指数风险增加100个基点	67.10	32.90	+4.90
相关系数增加10%	64.50	35.50	+2.30

① 美国股市回报率=12.21%，美国股市风险=17.10%，EAFE指数回报率=13.64%，EAFE指数风险=21.93%，相关系数=57.42%。

我们必须特别注意最后一个结果。根据历史数据，美国股市和EAFE指数之间相关性的增加会减小国外投资的吸引力。而有证据表明，美国股市和国外市场之间的短期相关性正在增强。图10-3描述了美国股市和EAFE指数之间的相关系数的一个2年期移动平均线。21世纪第一个10年，二者之间的相关系数大幅上升，之后稍有跌落。那些反对进行国外投资的评论家通常喜欢用相关性为他们的观点做辩护。

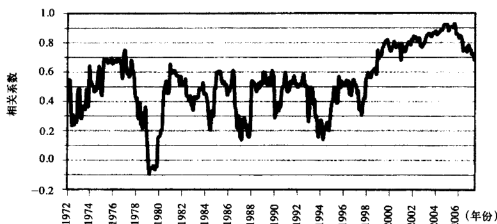


图10-3 美国股市和EAFE指数回报率的相关性

㊀ 相关系数改变对这个比例的影响一般是非线性的。如果相关性上升到0.77，美国股票所占比例上升幅度将超过6%，如果相关系数增加到0.87，美国股票比例将上升17%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是事实并非如此。只要我们对风险和回报的假设稍做变化，不断增加的相关性对资产配置的影响作用就会发生逆转。如果预期EAFE指数回报率仅比其历史平均水平高60个基点，或者国外股市的预期风险稍微降低，那么相关性的增加实际上会增加投资者国外股票的持有比例。因为在这种预期下，投资者在国外股市上获得的风险–回报率权衡将优于其在美国股市上获得的这个权衡比例。因此，国外和美国股市的相关性越强，美国股市的吸引力就越低。

投资者是否该规避汇率风险

既然汇率风险会增加持有外国证券的兑换风险，那么国外市场上的投资者就应该希望能够规避汇率波动。外汇套期保值就是签订货币期货合约来补偿未来可能发生的汇率风险的一个方法。

尽管外汇套期保值看起来有利于规避汇率风险，但从长期来看，它是不可行而且有害无益的，因为套期保值的成本取决于外国和本国利率的差异，而这个差异很有可能非常大。

比如，在过去一个世纪以来，英镑从4.8美元/英镑贬值到了2.00美元/英镑，但是因为英国平均利率大大高于美国利率，所以套期保值的成本也就超过了英镑的贬值幅度。因此，如果投资者不对其持有的英国股票进行套期保值，他们的美元回报率将高于那些进行了套期保值的投资者的回报率。

而且，对于那些有长远投资规划的人，采用套期保值来规避国外股市风险就没那么重要了。事实上，长期证据显示，外汇套期保值可能反而会增加美元回报率的波动性。⊖长期来看，汇率变动主要是由各国通货膨胀的差异所决定的，这个现象叫做购买力平价。既然股票是投资者对实业资产的所有权，那么它们的长期回报率将对投资者所承受的通货膨胀变化进行补偿，从而帮助投资者规避汇率风险。因此，长期投资者没有必要对货币汇率风险进行套期保值。

行业多样化投资

尽管国外和美国股市回报率之间的相关性正在不断增强，但国际工业部门回报率之间的相关性却没有发生什么变化。图10-4显示了由摩根士丹利资本市场指数划分的世界主要工业部门的相关性趋势。

⊖ 参见Kenneth A. Froot, "Currency Hedging over Long Horizons," National Bureau of Economic Research(NBER)Working Paper No.4355,Cambridge, Mass.: NBER, May 1993.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

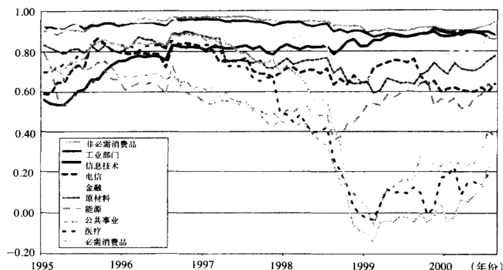


图10-4 世界主要工业部门的相关性趋势

行业之间的相关性在20世纪90年代后期有所下降，在2000年科技股飙升而其他行业股价下跌时达到低点。但是即使在科技股泡沫破灭以后，行业相关性也比以前低。行业之间相关性降低的一个原因是经济周期波动性的降低，这意味着投资者更加关注单个行业或企业的利润，而不是整个经济的变化。那么行业回报率的相关性小于过去，这又意味着什么呢？

我认为在未来的日子里，国际化投资中的行业投资将会取代国家投资。当然，即使企业大部分的销售、利润和生产都来自于国外，政府法规和法律体系也仍然十分重要。然而，随着全球化的进程，母国的这些影响可能会不断削弱。事实上，可以预见未来的国际企业将会受到一系列超出于国家之上的国际规则的规范，这与国际会计准则理事会(IASB)所采用的会计标准的日益盛行是一个道理。如果国际企业成为主流，那么“总部所在国”这个概念也就不存在了，而资产配置也就需要从全球行业或者地区性生产和分配的角度来考虑了。在这种情况下，仅仅包括美国股票的资产组合是远远不够的。

世界行业配置

让我们进一步研究地区性和国家性工业部门的重要性。表10-4列出了按照权重分类的10个全球国际工业部门集中的5个地理区域（美国、EAFE、欧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洲、日本和新兴市场）。[1]表10-5则列出了总部设在美国以及不设在美国的按照市值排名的前20家最大公司。[2]

表10-4 世界区域内的行业配置 (%)

	标准普尔500指数	EAFE	欧洲	日本	新兴市场
非必需消费品	10.2	12.0	9.0	20.0	4.3
必需消费品	9.4	7.9	9.2	4.5	3.8
能源	10.6	7.2	9.9	1.1	15.2
金融	21.3	29.2	31.1	20.7	21.1
医疗	11.8	6.4	7.4	5.5	2.0
工业	11.3	12.0	8.4	18.4	4.8
信息技术	15.2	5.3	3.5	12.7	16.2
原材料	3.1	9.4	8.2	9.8	15.3
通信服务	3.8	5.3	6.4	3.0	12.5
公用事业	3.5	5.4	6.9	4.3	4.8

表10-5 按照总市值排名的美国和外国公司前20强（2007年6月）

排名	美国公司	所属行业	市值(10亿美元)	外国公司	所属部门	所在国家	市值(10亿美元)
1	埃克森美孚	能源	505	中石油	能源	中国	282
2	通用电气	工业	413	俄罗斯天然气工业股份公司	能源	俄罗斯	272
3	微软	信息技术	287	皇家壳牌石油	能源	荷兰	271
4	花旗银行	金融	258	英国石油公司	能源	英国	237
5	美国电报电话公司	电信	248	中国移动	电信	中国	233
6	美洲银行	金融	220	丰田	非必需消费品	日本	227
7	沃尔玛	必需消费品	201	中国工商银行	金融	中国	226
8	宝洁	必需消费品	199	汇丰银行	金融	英国	218
9	雪佛龙	能源	198	道达尔公司	能源	法国	205
10	强生	医疗	185	法国电力集团	公用事业	法国	198
11	辉瑞	医疗	183	沃达丰	电信	英国	175
12	美国国际集团	金融	181	中国建设银行	金融	中国	168
13	思科	信息技术	181	中国银行	金融	中国	160

[1] 代表美国的是标准普尔500指数，EAFE指数代表了非美国的发达国家和地区，欧洲的则是标准普尔350欧洲指数，symbol IEU，新兴市场是MSCI新兴市场股票指数，symbol EEM。
[2] 本章附录简单描述了总部不设在美国的按照市场资本额排名前10的公司的情况。所有这些股票包括政府持股都是按照总市值排名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

排名	美国公司	所属行业	市值(10亿美元)	外国公司	所属部门	所在国家	市值(10亿美元)
14	谷歌	信息技术	172	罗氏	医疗	瑞士	159
15	伯克希尔·哈撒韦	金融	170	雀巢	必需消费品	瑞士	158
16	摩根大通	金融	170	埃尼集团	能源	意大利	156
17	IBM	信息技术	162	葛兰素史克	医疗	英国	152
18	英特尔	必需消费品	151	诺华制药	医疗	瑞士	150
19	奥驰亚	能源	150	巴西石油公司	能源	巴西	141
20	康菲石油	能源	142	中国石化	能源	中国	136

金融部门是世界各个地区最大的部门，这说明了商业和投资银行、保险公司以及经纪人公司对经济增长是多么的重要。市值最大的金融部门出现在欧洲，属于诸如汇丰银行、瑞士联合银行和苏格兰皇家银行之类的公司。中国银行、中国工商银行和中国建设银行的股份制改革也使得这个部门成为新兴市场上最大的行业。美国最大的金融公司则是花旗银行、美洲银行和美国国际集团。

在非必需消费品行业，日本股票所占比重远远大于其他地区，主要原因是日本拥有世界上最大的非美国公司之一——丰田汽车公司。非必需消费品行业所生产的多是消费者用可随意支配收入购买的商品。索尼公司、本田汽车公司和松下电器公司均属于该行业。美国非必需消费品行业中最大的公司是康克斯特有线电视服务提供商（Comcast）、时代华纳和家得宝，而欧洲的同类企业中戴姆勒-克莱斯勒公司规模最大。

美国在必需消费品行业中股票份额最大，欧洲紧随其后。美国此类行业中的大公司包括宝洁、奥驰亚和沃尔玛，而欧洲则有雀巢、联合利华和英美烟草公司。新兴市场国家在这个行业中涉及较少，而日本则几乎没有相关的大型企业。

能源部门在除了日本——该国能源十分匮乏——以外的其他地区都占有相当分量。美国大型石油生产商包括埃克森美孚公司、雪佛龙和康菲石油公司，欧洲最大的石油公司则是英国石油公司、法国的道达尔公司和意大利的埃尼集团。新兴市场国家的最大能源公司是中国的中石油集团，第二大公司是俄罗斯天然气工业股份公司，这两家公司都是部分私有化的。

医疗行业在美国股票中份额最大，而新兴市场国家最小。美国最大的制药公司是辉瑞制药、强生和默克公司，欧洲的葛兰素史克、阿斯利康、罗氏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集团和诺华制药名列前几位；日本的第一大制药公司则是武田药品株式会社。

对于工业企业股票份额来说，日本占比最高，新兴市场国家占比最低。日本的三菱株式会社和三井株式会社规模最大，而欧洲有西门子和德国邮政集团，美国则以通用电气为代表。

信息技术行业最大股票份额所在地是新兴市场国家，不过这很大程度上归结于亚洲信息技术巨头——韩国三星电子。高科技公司股票剩下份额中的80%则被印度软件巨头Infosys和Wipro占据。

到现在为止，由于中国台湾地区“中华电信”、美洲移动、墨西哥S.A.B.de C.V.公司和中国移动的存在，新兴市场国家或地区电信行业所占份额是最大的。沃达丰集团是欧洲最大的电信公司，西班牙电信和德国电信分列第二和第三位。美国最大的电信公司则是美国电报电话公司和Verizon集团。

最后，美国公用事业股票所占份额仅为3.5%（最大的公司是Exelon电力公司），欧洲所占份额为7%左右，最大的公司是意大利电力集团和法国电力集团，后者是市值排名第10位的外国企业。

私人资本和公共资本

埃克森美孚公司是世界上市值最大的公司，也是所有私有化公司中石油和天然气储备最多的公司（200亿桶）。但是如果我们将政府所有的企业也计算在内的话，这家美国石油巨头就只能排名第14位了。[⊖]沙特阿拉伯国有石油公司和伊朗国家石油公司的储备量就达到了3 000亿桶！如果我们以2007年石油价格的5%来计算，这两家公司价值就都已达1万亿美元了。这充分说明了世界上无数财富仍然掌握在国家手里。在许多国家，天然气、电和自来水供应仍然由政府所有和经营，而在另外许多行业里，政府即使没有全权控制，也有巨大利益牵涉其中。

甚至在像美国这样的私有化国家，联邦政府、州政府和地方政府也同样以土地、自然资源、道路、大坝、学校和公园的形式拥有上万亿美元的财富。对于这些财富有多少应该被私有化的问题，并没有达成一致的见解。但是越来越多的人认为私有化企业效率更高。世界资本的增长不仅仅来源于私人企业，也来源于许多政府所有资产的私有化过程。

⊖ From Steve Forbes, “Fact and Comment,” *Forbes*, April 16, 2007, pp.33-34.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2050年的世界

我们在本章的开头部分就用图表的形式显示了世界人口、产出和股票资本的分布情况。在20世纪大部分时间里，发达国家产出占世界绝大部分比重，其股票资本所占份额更是超过了产出比重。

但是发达国家的这种主导地位将不再继续。20世纪以来市场导向型经济的成功为未来描绘了一幅美妙的蓝图。25年以前，中国开始认识到市场经济的优势；15年后，印度也开始走市场经济道路。前苏联和东欧各国其后也加入了市场经济的阵营。许多拉丁美洲国家——尽管不是全部——都接受了自由市场的理念，智利的人均收入因此上升到整个拉丁美洲的第2位。

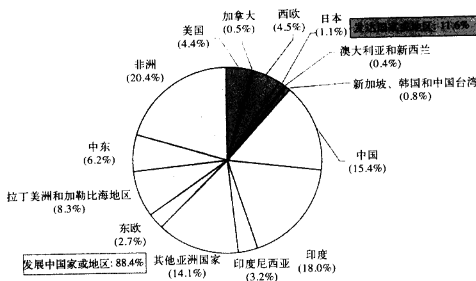
中东地区和非洲的市场化进程是最为缓慢的。中东地区高额的石油收入和宗教纷争是导致其发展滞后的主要原因，而非洲则是因为政府当局统治局面过于混乱。但是这两个地区仍然有不同程度的进步：迪拜经济的显著增长表明阿拉伯地区的繁荣并不一定需要以石油开采为基础，而非洲经济同样也在不断向前发展。人们甚至为这个地区取了一个新的合名：MENA，即中东和北非（Middle East and North Africa）。

这些国家的发展将引领世界在21世纪中期进入一个新的局面。通过联合国人口统计委员会对世界生产力的保守估计并将这些估计与人口数据联系起来，我们在图10-5中反映出了对21世纪中期人口、GDP和股票资本分布的估计情况。⊖

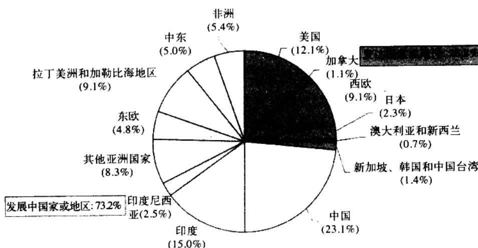
我们从图10-5a中可以看出，发达国家经济产出份额会急剧下降，从目前世界总产出的50%以上下降到21世纪中期的25%。美国的份额将从19%下降到12%，西欧国家产出份额则将从19%下降到9%，日本则从6%降到2%。而在21世纪中期之前，中国就将成为世界上最大的经济体（预计时间为2025～2030年）。到2050年，中国产出占世界总产出的份额将达到23%，相当于美国、西欧和日本的总和。印度的产出份额将不少于15%，印度和中国的产出相加将占世界总产出的1/3。

⊖ 2006～2050年，平均生产力增长率分别为：发达国家为2.5%，中国和印度尼西亚为5.0%，印度为5.5%，其他亚洲和东欧国家为4.5%，拉丁美洲和加勒比海地区为4.0%，中东和非洲为3.5%。股票价值由股票市场与GDP的回归分析决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



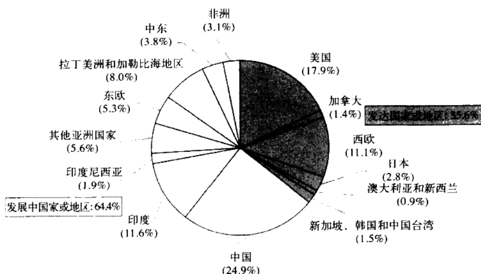
a) 2050年世界人口



b) 2050年世界GDP

图10-5 人口、GDP和股票资本分析估计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



c) 2050年世界股票资本

图10-5 （续）

尽管中国的整体经济将超过西方，但并不意味着中国人均数据将超过欧洲、日本和美国。预计2050年中国人口将是美国的3.5倍，其人均收入仅相当于美国的一半。如果中国生产力增长率超过预期水平，那么人均收入将上升到美国的60%，而中国的GDP将占到世界的25%以上。

中国和印度令人震惊的增长率将会导致世界产出分布与人口分布日趋一致。据经济史学家估计，在17和18世纪，印度和中国的经济产出总和曾占到世界总产出的1/3。⊖但是，当欧洲工业革命爆发并迅速传到美国时，这两个经济巨头就黯然失色了。现在，印度和中国或许会再次崛起，成为21世纪的经济领导者。

世界产出分布的巨大变化也会引起资本的再分配。根据对一国股票市场规模与GDP关系的分析，我认为完全能够预测到21世纪中期世界股票市场的重心在哪里。

目前占世界股票市场总值90%的发达国家的比重将会减少到1/3多一些。这不仅仅是因为国外会出现大额资本，而且还因为上一章里谈到的，西方国

⊖ Angus Maddison, *Chinese Economic Performance in the Long Run*, Organisation for Economic and Co-operation Development, Paris: OECD Development Centre, 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家会将资本出售给新兴市场国家以换取老龄化经济所需的商品。

投资者应该意识到，从图10-1c到图10-5c所反映的国家股票资本份额的增加并不一定意味着已有股票的资本升值。相反，大部分的份额增加都是来源于新资本的发行和旧有资本的认购。正如我们在上一章认识到的，经济增长并不能保证回报率的增加，也就是说投资者在购买那些经济高速增长国家的股票时所付出的成本太大了。

小结

毫无疑问，世界经济和市场一体化不可阻挡的趋势将在新千年里继续向前发展。没有国家能够垄断所有的市场，行业领导者可能出现在世界任何地方。世界经济全球化意味着在获取成功的过程中，管理、生产和营销的优势比公司母国所在地重要得多。

仅仅投资于美国股票对于投资者来说是相当危险的。没有投资顾问会建议投资者只持有那些名字以A开头的股票。因为到21世纪中期，美国股票占世界股市的份额很有可能缩水到18%以下，所以只持有美国股票绝对是拿你的资金在赌博。中国和印度的股票占全球股票的份额将上升到1/3，几乎是美国股票规模的2倍。只有那些在世界范围内充分进行多样化组合投资的投资者才能以最低的风险获得最大的收益。

附录10A 最大的非美国公司

表10-5列出了按照市值排名前20的美国和非美国的大企业（假设所有股票都是未偿付的，没有经过流动性调整，部分国有和全部私有企业都算在内）。

1. 中石油（中国）

中石油是国有企业中国石油天然气公司的一个子公司，中国2/3的石油和天然气都由它生产和供应。公司石油储备量为115亿桶，名下有15 900多个加油站。为对国内石油生产进行统一管理，公司创建于2000年，2007年10月公司市值达到4 380亿美元，仅次于埃克森美孚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 俄罗斯天然气工业股份公司（俄罗斯）

俄罗斯天然气工业股份公司是俄罗斯最大的公司，其石油储备量占世界石油储备的25%，收入占俄罗斯政府税收收入的25%。作为最初的国有天然气垄断商，俄罗斯天然气工业股份公司在1993年改组为股份制公司。国家最初持有40%的股份，2003年增加到51%。1996年，该公司将其股份的1%卖给外国企业。

3. 皇家壳牌石油（荷兰）

如今著名的皇家壳牌石油是2003年由两个国际石油巨头——荷兰皇家石油（1890年由一个荷兰人创办）和壳牌运输贸易公司（1897年由一个英国人创办）合并而成的，这两个石油巨头在过去一个世纪以来联系都非常密切。皇家壳牌石油在27个国家设立了石油和天然气运作机构，并向130个国家销售产品。2006年的销售额超过3 200亿美元。

4. 英国石油（英国）

跟竞争者皇家壳牌石油、埃克森美孚和康菲石油公司一样，如今的英国石油也是于1993年由两家石油集团——建于1911年的英国石油和同样建于1911年的标准石油托拉斯的一个分公司阿莫科——合并而成的。英国石油公司是一个跨国企业，其收入的29%来自于英国本土，31%来自于美国，22%则来自于欧洲大陆。因为英国本身的石油储备很少，所以该公司几乎所有的生产都在国外进行。2006年的销售额超过2 600亿美元。

5. 中国移动（中国）

中国移动的用户几乎达到3亿人，占中国市场的67%，是世界上用户最多的无线网络公司。与中国的其他许多现代化公司一样，中国移动已经公开上市。2007年10月，其总市值达到3 700亿美元。

6. 丰田汽车公司（日本）

市值最大的外国公司是创办于1950年的丰田汽车公司，它是由丰田喜一郎创办的丰田织布机工作室逐步发展壮大而成的。2008年，丰田汽车公司取代通用汽车成为世界最大的汽车制造商。这家最近正积极向金融服务业方向扩展的公司在27个国家生产汽车，在日本本国生产的汽车仅占其产量的37%。

7. 中国工商银行（中国）

中国工商银行以前一直属于中国国有商业银行。2005年10月28日，中国工商银行由国有企业改组为股份制银行，中国财政部和中央汇金投资有限责任公司分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别持有1 240亿美元的股份。2006年，中国工商银行首次公开发行股票，市值创历史纪录，在香港和上海股票交易所交易额达219亿美元，其83.5%的股份仍然归政府所有。

8. 汇丰控股（英国）

1865年，由托玛斯·萨瑟兰德领导的一群香港商人在香港创办了香港和上海银行（Hong Kong and Shanghai Bank），也就是后来的汇丰银行。1955年，上海办事处关闭，1993年，考虑到香港将回归中国，银行总部迁移到伦敦。汇丰银行在全球80多个国家设有超过10 000个办事处，总资产超过1.8万亿美元。

9. 道达尔公司（法国）

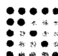
法国道达尔石油公司的前身法国石油公司创办于1924年。1954年公司创立道达尔石油品牌，并在1991年更名为道达尔石油公司。道达尔是一个垂直整合型的跨国企业，在印度尼西亚、阿根廷、哥伦比亚和北海都有石油储备。该公司旗下有130多个分支机构，其收入仅有不到1/4来自于法国。

10. 法国电力集团（法国）

法国电力集团是在1946年私人公用事业公司国有化过程中产生的。2005年，法国政府将法国电力集团15%的股份公开出售，并解除了70%的市场管制。法国电力集团主要是一家水电供应商，但现在也在运营许多核电站。公司63%的收益来源于法国，而剩下1/3的收益则来源于包括英国在内的欧洲其他国家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三部分

Part3

经济环境如何影响股票市场

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

SHORT SELLING O

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章

Chapter11

金本位制、货币政策和通货膨胀

股票市场就像赛马一样，有钱能使鬼推磨，资金对股价的影响力也是非常大的。

——马丁 兹维格，1990年[⊖]

即使美联储主席艾伦·格林斯潘私下告诉我未来两年内美国会采取什么样的货币政策，我也不会改变我的投资策略。

——沃伦 巴菲特，1994年[⊜]

1931年9月20日，英国政府宣布放弃金本位制。英格兰银行将不再用黄金兑换银行储备或者英镑。政府坚持宣称此举只是“暂时”行为，他们不会永久性地取消用黄金兑换英镑的承诺。然而，这仍然标志着英国以及世界金本位制终结的开端，金本位制在此之前，已经存在了200多年。

为了防止货币市场的混乱，英国政府下令关闭伦敦股票交易所。纽约股票交易所虽然没有关闭，但也做好了投资者进行恐慌性股票抛售的应对准备。世界第二工业大国英国终止偿付黄金的行为引起了公众的恐慌，担心其他工业国家也会被迫放弃金本位制。美国中央银行官员称英国的举动将引起“空前的世界金融危机”。[㊂]纽约证券交易所为了防止股价暴跌，第一次禁止股票

⊖ Martin Zweig, *Winning on Wall Street*, updated ed , New York Warner Books,1990,p 43

⊜ Linda Grant, “Striking Out at Wall Street,” *U S News & World Report*, June 30, 1994, p 59

㊂ “World Crisis Seen by Vienna Bankers,” *New York Times*, September 21,1931,p 2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期抛售。但是出乎纽约证券交易所意料的是，股票价格在短时间的下跌之后急剧反弹，许多股票收盘价格甚至高于以前。显然，英国停止实行金本位制的决定并没有给美国股市带来太大的负面效应。而且对于英国股市来说，这也称不上一次“空前的金融危机”。9月23日，英国伦敦证券交易所重新开盘，大盘疯涨。美联社生动地描述了交易所开盘时的情景：

> 今天，大量的股票经纪人像小孩子一样欢呼雀跃着涌进股票交易所，被迫中断了两天的交易又重新开始了——股票价格的直线上涨反映了他们对市场的极大信心。[⊖]

尽管政府官员对此次事件持悲观态度，但股东们却认为放弃金本位制有利于经济发展，对股票市场也更加有利。由于暂停实行金本位制，英国政府可以通过放松银根来扩大信用，同时英镑的贬值也会增加英国的出口需求。股票市场的积极反应肯定了英国政府的行为，同时也给那些保守的金融学家当头一棒。事实上，1931年9月英国股票市场达到低谷后开始回升，而美国等其他国家的经济却还因为坚持金本位制而持续萧条着。历史的教训是：**股票市场的繁荣离不开货币的流动和宽松的信贷环境，而中央银行保持货币流动性的能力对股票价值影响很大。**

1年半以后，美国加入英国的行列放弃了金本位制，进而全球所有国家都走向纸币本位制。尽管新的货币本位制度可能诱发通货膨胀，但世界仍然很快适应了这种新的制度，并充分享受着它给予政策制定者的灵活性。

货币数量和物价水平

1950年，美国总统杜鲁门在国会咨文中对美国经济的预测让整个国家为之震惊，他预言，2000年，一个美国普通家庭的收入将达到12 000美元。因为当时一个中等家庭收入仅为3 300美元，所以12 000美元的巨额数字对于很多人来说不可思议。也就是说，后半个世纪美国经济必须保持高速增长才能达到这个目标。现在看来，杜鲁门总统的预测还过于保守了，2000年美国普

⊖ “British Stocks Rise, Pound Goes Lower,” *New York Times*, September 24,1931,p.2.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通家庭的收入其实已经达到了41 349美元。但是，该收入的实际购买却只相当于1950年的6 000美元，这是后半个世纪通货膨胀的结果。所以，半个世纪以来，美国普通家庭的收入虽然从3 300美元增加到了41 349美元，增幅超过12倍，但由于通货膨胀的影响，其实际收入仅从3 300美元翻了一番增长到6 000美元。

自古以来，通货膨胀和通货紧缩（物价下跌）就在经济发展中交替出现。但是，在过去60年里，美国却出现了持续的通货膨胀，究竟是什么原因导致通货膨胀成为美国经济的家常便饭呢？答案很简单：货币供应的控制权从黄金转向了政府。一整套与货币、政府财政赤字和通货膨胀相联系的新型体系由此形成。

第1章的图1-3已经列出了过去200年以来美国和英国的总体物价水平。两国的发展趋势出现了惊人的相似之处：第二次世界大战以前没有发生爆发过全面通货膨胀；战后则是持续的通货膨胀。在大萧条以前，只有战争、灾荒或其他危机才会诱发通货膨胀，而战后的物价变化模式发生了彻底改变，过去60多年来，物价水平从未发生过下跌，只是上涨的速度有所不同而已。

经济学家已经确认决定价格水平的一个关键因素是流通中的货币量，而货币数量和通货膨胀之间的密切联系也得到了充分的证实。图11-1反映了1830年以来美国货币供应量和物价水平之间的关系，我们从中可以看出，物价水平的总体变动趋势与衡量产出水平的货币供应量的变动趋势十分相似。

货币供应量和消费者价格之间的密切关系是一个全球范围内的现象。没有货币供应量的持续增加，就不可能诱发持续的通货膨胀，而历史上所有的恶性通货膨胀都毫无例外地与货币供应量的暴增相联系。

为什么货币供应量对价格水平的影响如此之大呢？因为货币的价格与其他任何商品一样，都是由供给和需求决定的。中央银行负责货币的供给，而货币需求则来源于一个综合经济体中的家庭和企业进行商品和服务交易的需要。如果货币供应量超过了产品数量，就会导致通货膨胀。对通货膨胀过程的一个经典描述“过多的货币追逐过少的商品”在今天的经济社会中同样适用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

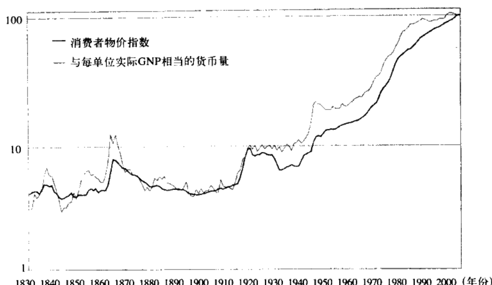


图11-1 美国货币供应量和物价指数（1830～2006年12月）

金本位制

在大萧条之前的近200年里，大多数工业化国家都实行金本位制，这意味着美国政府有义务将美元兑换成一定数量的黄金，其他国家政府也一样。为了保证兑换能力，美国和其他国家政府都必须有足够的黄金储备。因为世界上黄金总量是既定的——发现的新金矿数量都相对较少，对世界黄金供应几乎没有重大贡献——所以商品价格通常保持相对稳定。

金本位制只有在战争等大危机时才中断过。英国就曾在拿破仑战争和第一次世界大战暂时中止了金本位制，但是两次都在战后恢复了黄金与英镑的兑换比例。同样，美国也在国内战争时中断过金本位制，战后立刻恢复兑换。⊖

各国在19世纪和20世纪早期没有爆发过全面通货膨胀的原因就是因为实行了金本位制。但是保持物价稳定并非没有代价，为了使流通中的货币数量等于可用黄金的数量，各国政府纷纷丧失了控制货币数量的主动权。这意味

⊖ 国内战争时期，美国政府发行了没有黄金支持的货币，被称为“绿背”货币，因为这种货币的唯一后盾是票面上的绿色墨印。然而，在20年以后，政府用黄金全额兑换了这些货币，彻底扭转了内战时期的通货膨胀局面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着在经济或金融危机时或是经济萧条时，中央银行就不能通过扩大货币供应量来刺激经济增长。20世纪30年代，金本位制成为了政府希望摆脱的枷锁。

联邦储备的建立

由于坚持金本位制所引起的货币周期性流动危机促使国会在1913年通过了《联邦储备法案》(Federal Reserve Act)，建立了作为美国中央银行的联邦储备体系（美联储）。联邦储备体系的职能是保持货币供应的“弹性”，即银行信贷发生危机时，联邦储备体系可以充当最后的贷款人。法案试行阶段，中央银行可以向商业银行提供货币以供储户提款，使银行无需被迫收回其贷款和其他资产。

长期来看，因为联邦储备货币也要兑换成一定数量的黄金，所以联邦储备体系的货币创造能力还是要受金本位制的限制。但是短期内，只要不威胁到联邦储备货币以1盎司兑20.67美元的兑换性，联邦储备体系就可以自由创造货币。但是，国会或者《联邦储备法案》并没有制定过任何决定合适货币数量的货币政策。

金本位制的终结

过了不到20年，这种缺乏导向性的货币政策就产生了严重的后果。在1929年股票市场的灾难中，世界经济进入一个严重的衰退期。资产价格的下跌和经济的不断下滑导致人们对银行资产信心不足。当传言说某些银行已经难以应付储户的大量提款而问题百出时，严重的银行业恐慌爆发了。

即使联邦储备体系在《联邦储备法案》规定的范围内有能力挽救当时的局面，但是由于机构操作的严重失误，联邦储备体系也无法提供足够的货币来遏制这种恐慌，从而防止金融系统的崩溃。另外，那些在银行拥有存款的储户为了保证其资金的安全，纷纷把政府债券换成了黄金，这对政府的黄金储备带来了更大的压力。银行业恐慌很快从美国蔓延到英国和欧洲大陆。

为了防止黄金的进一步损失，英国政府在1931年9月20日迈出了第一步，废除了金本位制，中止了英镑兑换黄金。18个月以后，也就是1993年4月19

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日，随着大萧条和金融危机的进一步深化，美国也中断了金本位制。

金融市场很快适应了这种灵活性较高的货币制度，而且美国股市对金本位制废除的反应大于英国股市。4月19日当天，美国股票价格飙升9%，第二天涨幅也达到6%。这是股票历史上连续两天涨幅最大的纪录。投资者认为美国政府现在有能力发行足够的货币来稳定商品价格并刺激经济发展，所以对股市信心大增。而另一方面，投资者因为害怕金本位制的废除带来的通货膨胀会降低债券收益率，所以并不看好债券市场。《商业周刊》对金本位制的终止持积极态度，宣称：

> （罗斯福总统）以非常坚决的态度抛弃了那些"维护美元旧体制"的理论。他否定了那些古老的盲目偏信，坚决支持货币供应管理……现在我们的工作就是在自我约束的前提下，有效合理地管理我们的货币。我们一定能成功。[㊀]

第二次世界大战后货币贬值政策

具有讽刺意义的是，尽管美国公民不再拥有用美元兑换黄金的权利，但外国中央银行兑换美元的权利却很快就恢复了，兑换比率为1盎司兑35美元。作为第二次世界大战后签署的有关国际汇兑规则的布雷顿森林体系的一部分，美国政府承诺只要外国货币钉住美元，美国就将以1盎司35美元的比率兑换外国中央银行所持有的全部美元货币。

第二次世界大战后，随着通货膨胀的加剧和美元购买力的下降，黄金对于外国投资者的吸引力越来越大。美国黄金储备开始逐渐减少，但美国官方仍然宣称1盎司兑换35美元的汇兑政策不会改变。直到1965年，美国总统约翰逊在《总统经济发展报告》（*Economic Report of the President*）中仍然明确宣布：

> 毫无疑问，我们有决心和能力坚持1盎司兑35美元的兑换政策。我们将倾尽全国所有的资源将这个承诺贯彻到底。[㊁]

但是事实并非如此。随着黄金储备的减少，国会在1968年废除了以黄金

㊀ "We Start," *Business Week*, April 26, 1933, p.32.

㊁ *Economic Report of the President*, Washington, D.C.: Government Printing Office, 1965, p.7.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为后盾的兑换政策。约翰逊总统在第二年的《总统经济发展报告》中说道：

> 关于黄金的神话正在逐渐破灭，但是正如大家所看到的那样，我们正在努力进行改进。1968年，国会决定停止过时的以黄金储备为后盾的货币兑换。

黄金的神话？过时的以黄金为后盾的货币兑换？美国政府的说辞发生了多大的改变啊！政府最终承认国内货币政策不能受制于黄金，而几乎两个世纪以来一直坚持的国际金融和货币政策的指导原则也被认为是不正确的历史残留，而被彻底放弃了。

尽管黄金后盾不再有效，但美国政府仍然以1盎司兑35美元的官方价格兑换外国中央银行的美元，而在黑市中，兑换比率超过1盎司兑40美元。由于各国普遍认为这样的兑换机制已经接近尾声，外国中央银行都加速进行美元对黄金的兑换。第二次世界大战快结束时美国所持有的近300亿美元的黄金到1971年夏天只剩下了110亿美元，而当时每个月的黄金兑换额仍然达到数亿美元。

在这种情况下，一些惊人的举动产生了。1971年8月15日，美国总统尼克松颁布了继“1933年罗斯福银行法定假日”之后最为惊人的一项法案。他宣布实行“新经济政策”：冻结工资和价格，并永久性关闭外国人用美元兑换黄金的“黄金窗口”。至此，黄金与货币的联系被打破了，而且永远没有回转的余地。

尽管一些保守派被这项法案所震撼，但投资者却并没有为金本位制的废除感到惋惜。股市对尼克松这一法案（包括工资和价格的控制以及关税水平的上升）的反应非常积极，当天交易量就上升了4个百分点。然而，那些熟读股市历史的人们对这种趋势并不陌生，金本位制的终结和货币贬值已经导致股市发生了历史上最大的反弹，所以投资者都一致认同黄金在现代货币制度中已经没什么作用了。

金本位制以后的货币政策

随着金本位制的废除，无论美国还是其他国家的货币扩张都不再有任何限制。1973～1974年爆发的第一次通货膨胀型石油危机将大多数工业化国家卷入其中。政府希望通过扩大货币供应量来补偿产出下降带来的损失，反而诱发了更加严重的通货膨胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于联邦储备体系的货币政策容易诱发通货膨胀，所以美国国会在1975年决定授权中央银行定期公布货币增长率，希望以此来控制货币扩张。3年以后，国会通过了《汉弗莱-霍金斯法案》(Humphrey-Hawkins Act)，要求美联储实时监控其货币政策的有效性并每年两次向国会陈述货币政策目标。这是自《联邦储备法案》通过以来，国会第一次向中央银行提出控制货币数量要求。直到今天，金融市场都密切关注着每年2月和7月美联储主席向国会做出的货币政策目标陈述。⊖

不幸的是，美联储在20世纪70年代并没有很好地完成其货币政策目标。1979年的通货膨胀对联邦储备体系产生了极大的压力，导致它改变现行政策，严格控制通货膨胀。1979年6月10日星期六，于1979年4月成为威廉·米勒继任者的美联储主席保罗·沃尔克对货币政策的执行做了一个彻底改变。联邦储备体系不再通过设定利率来指导货币政策，相反，其职能重点将从关注利率变化转向货币供给的控制。

政策的改变导致货币流动性受到严格限制，从而给金融市场造成了极大的冲击。尽管沃尔克周六晚上的发言（后来被称为“周末夜大屠杀”）并没有立即引起公众的关注——相对于尼克松1971年冻结价格并关闭黄金窗口的新经济政策引起了媒体的广泛报道而言——但同样搅乱了金融市场秩序。股市陷入混乱，在政策宣布以后的两天半里，股票交易量下跌8个百分点。投资者胆战心惊，担心美联储将提高利率来防止通货膨胀。

沃尔克紧缩的货币政策在几年后最终打破了通货膨胀的恶性循环。欧洲中央银行和日本银行也加入美联储的阵营，将通货膨胀视为“公共经济的头号敌人”，并将其货币政策目标设定为稳定物价水平。经验表明，限制货币增长是控制通货膨胀唯一有效的工具。

联邦储备体系和货币创造

联邦储备体系改变货币供应量和控制信用的过程非常简单。如果美联储想要增加货币供应量，它就在公开市场——该市场上每天的债券交易额达数

⊖ 2000年，国会宣布放弃《汉弗莱-霍金斯法案》，但立法仍然要求美联储主席每年两次向国会汇报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十亿美元——上买入政府债券。与一般交易不同的是，美联储在进行公开市场买入时是不需要支付现金的，而是直接贷记出售债券的银行在美联储的储备账户，从而创造货币。储备账户是银行在美联储开设的为了履行准备金义务和方便银行间清算的一个账户。

如果美联储想要减少货币供应量，就在公开市场上出售其持有的债券。这些债券的买家会委托银行在其账户上扣除买入债券的金额。银行紧接着就通知美联储借记该银行储备账户，那些货币从此退出流通领域，这个过程叫做公开市场卖出。美联储买卖政府债券的总过程则被称为公开市场业务。

美联储如何影响利率

我们已经知道，美联储买卖政府债券的行为将对银行系统的准备金产生影响。银行间的这些准备金交易非常活跃，每天的交易额达数十亿美元，由此形成的这个市场叫做联邦基金市场，而这些基金的借贷利率被称为联邦基金利率。

虽然该市场被称为联邦基金市场，但它并不是由政府控制的，其中交易的也不是政府债券。联邦基金市场是银行间的一个私人放贷市场，其利率由市场供求决定。当然，联邦储备体系对该市场仍然有强大的影响力。如果美联储买入债券，那么准备金的供给增加，银行可以进行放贷的准备金增加从而导致联邦基金利率降低；相反，如果美联储卖出债券，准备金供给减少，银行放贷金额的相应减少会提高联邦基金利率。

虽然联邦基金的贷款期限只有1天，但联邦基金利率却成为了所有其他短期利率形成的基础。短期利率包括大多数消费者和许多商业信贷标准的最优惠利率和短期国库券利率。联邦基金利率几乎是数万亿美元贷款和证券的基础。

因为股票未来的现金流要用利率水平进行贴现，所以利率对股票价格的影响相当大。因此，投资组合中的债券和股票是相互竞争的。如果利率上升，债券竞争力就提高，那么投资者就有可能卖掉所持有的股票，直到股票的回报率再次高于债券回报率，他们才会重新购入股票。反之亦然。

过去50年的大部分时间里，联邦基金利率变化都是预测未来股票价格的一个有效指示器。表11-1显示了标准普尔500指数回报率在联邦基金利率变动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后第1个月以及以后的3、6、9和12月内的变化趋势。

表11-1　联邦基金利率变动和接下来的股票回报率（括号里是变动的次数）(%)

1955～2006年	3个月	6个月	9个月	12个月
上升(116)	1.4	3.3	6.0	7.4
下降(108)	5.0	9.5	11.8	15.3
基准利率①	2.9	5.8	8.8	11.8
1955～1959年				
上升(18)	5.0	7.0	10.1	11.8
下降(8)	6.4	17.4	27.8	36.0
基准利率①	3.3	6.4	8.9	11.4
1960～1969年				
上升(22)	−1.2	1.2	1.4	2.6
下降(17)	3.5	6.1	7.4	8.6
基准利率①	2.2	4.1	6.2	8.4
1970～1979年				
上升(29)	−1.9	−1.2	3.7	4.8
下降(26)	6.5	11.1	13.8	17.7
基准利率①	1.9	4.3	6.7	9.3
1980～1989年				
上升(16)	3.9	4.2	9.1	8.6
下降(23)	6.5	12.9	14.9	21.1
基准利率①	4.3	8.8	13.0	16.9
1990～1999年				
上升(11)	3.3	8.8	13.4	20.2
下降(22)	6.1	10.6	14.3	17.6
基准利率①	4.5	9.0	13.9	18.9
2000～2006年				
上升(20)	2.7	4.7	4.1	4.6
下降(12)	−1.7	−3.2	−7.4	−9.8
基准利率①	0.6	1.0	1.2	1.9

① 所选样本所有年份的均值。

美联储的行为对股票价格的影响是非常显著的：随着联邦基金利率的上升，股票回报率将显著低于平均水平；当联邦基金利率下降时，股票回报率又将高于平均水平。从1955年开始，联邦基金利率上涨次数总共为112次，上涨以后第12个月的股票平均回报率为7.5%；下降次数总共为108次，下降以后第12个月的股票平均回报率是15.3%，而所有年份的平均回报率则为11.8%。如果未来的股票回报率也遵循这个规律的话，那么投资者根据在美联储放松

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银根时增加股票持有量，在紧缩银根时减少股票持有量的原则进行投资所获得的收益将高于奉行购买-持有策略所获得的收益。

但是情况并不是一直如此。尽管这个策略在20世纪50～90年代期间一直很有效，但是从2000开始，联邦基金利率的改变对股票市场的影响开始减弱，市场中甚至出现了联邦利率下降时回报率降低，联邦利率上升时回报率反而增加的情形。

在这种情况下，美联储为了减缓通货膨胀增长率，在1999年6月到2000年5月间几次提高利率水平。但是股票市场对此视而不见仍然向上发展，直到2001年9月，投资者的热情才有所减弱，此时离美联储第一次提高利率已经有15个月了。随着经济发展的突然放缓，美联储在2001年开始放宽利率水平，但市场仍然处于下滑趋势，直到2002年10月，这一趋势才有所缓和。2003年6月，美联储基准利率最后降到0.025%，达到50年来的最低水平，而且利率在这个水平上维持了1年之久。

2003年，市场持续走高；随着经济的逐步恢复，从2004年6月到2006年夏天为止，美联储一共加息17次，每次加息幅度都为1/4点，这是有史以来的第一次。然而，尽管利息不断上升，但股市行情仍然持续看涨。因此，在过去10年里，奉行传统的扩张时买入而紧缩时卖出的投资原则是非常不明智的。

有许多原因可以解释股市为什么不像以前那样对美联储利率变动那么敏感了。或许由于投资者已经学会观察和预测美联储的政策变化，市场上紧缩和放松银根的效果就大大弱化了，因此美联储政策行为的影响时间从过去的几个月缩短到了几天。如果投资者预期美联储将会以稳定经济为目标，那么在具体的政策行为实施之前很久，其效应就会先在股市上反映出来。无论原因是什么，至少从2000年开始，美联储政策行为对股票市场的影响力已大不如前了。

股票作为规避通货膨胀的套期保值工具

尽管中央银行只能调节（而非消除）经济周期，但它的政策走向对通货膨胀的影响却是巨大的。正如前面提到的，20世纪70年代，中央银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为采取扩张政策可以抵消欧佩克石油禁运带来的负面影响，因此过度增加货币供应量，从而导致了严重的通货膨胀。这一扩张的货币政策使大多数工业化国家的通货膨胀率达到两位数，美国最高时达到13%，英国则超过24%。

历史证据显示，与过去长期固定收益资产回报率相比，同一期限内的股票回报率与通货膨胀率变化保持了一致。因为股票回报率最终来源于实业资产（本质上与劳动力和资本相联系的资产）的增长，所以我们有理由相信股票的长期回报率不会被通货膨胀所影响。例如，第二次世界大战以后的60年是美国有史以来通货膨胀最为严重的时期，但股票实际回报率仍然超过了过去150年。像股票这类资产在通货膨胀时期能够保证其购买力，说明它们具有规避通货膨胀风险的能力。

事实上，在20世纪50年代，股票就作为规避消费者物价上涨的工具而被投资者广泛接受。正如第7章谈到的，尽管股票盈利收益率曾一度下降到长期债券利率以下，但许多投资者仍对股票保持了极大的信心。然而，20世纪70年代，股票回报率受到通货膨胀的严重影响，人们普遍开始怀疑股票规避通货膨胀风险的能力。

如何评判股票规避通货膨胀风险的有效性呢？图11-2显示了从1871～2006年持有期限分别为1年和30年的股票、债券和国库券的年均复利回报率规避通货膨胀的情况。

这些数据显示，无论是股票、债券还是国库券在短期内都不能有效地规避通货膨胀的风险。短期内，这些金融资产的实际回报率都会随着通货膨胀率的下降而上升，反之亦然。但是从长期来看，股票的实际回报率是不受通货膨胀率影响的，任何持有期限内的债券回报率都不能与股票相比。

以上是爱德加·史密斯在1924年出版的《普通股长期投资》一书中的主要结论。他以美国内战至19和20世纪之交这段时间内的数据为研究对象，发现不管物价上升还是下降，股票业绩都优于债券。史密斯的结论不仅在80年前得到了证实，即使在今天也相当具有说服力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

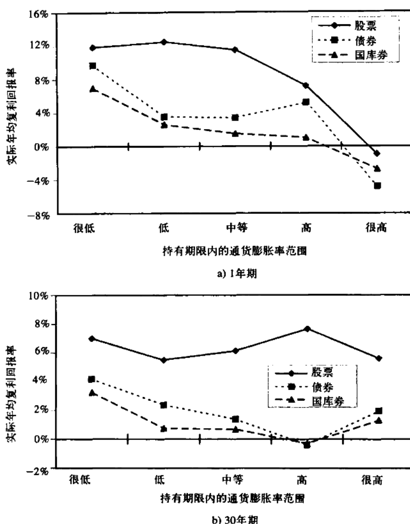


图11-2 不同持有期限内的资产回报率与通货膨胀（1871～2006年12月）

为什么股票在短期内不能规避通货膨胀风险

高利率

如果股票代表的是实业资产，那么它们为什么不能规避短期内的通货膨胀风险呢？一个通用的解释是：通货膨胀导致债券利率增加，而债券的高利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率则引起了股票价格的下降。换言之，通货膨胀必须使股票价格降到足够低，从而使股利率或收益率升至与债券收益率相当的水平。实际上，这就是第7章美联储模型的基本原理。

然而，这个解释是不正确的。当然，价格上升的预期会促使利率上升。20世纪早期美国著名的经济学家欧文·费雪指出：为了抵消通货膨胀的影响，贷款人会在原来贷款利率的基础上增加一个预期。按照其发现者的名字，该观点被称为费雪方程式（Fisher Equation）。⊖

较高的通货膨胀预期也会促使股东可支配的预期未来现金流增加。股票的收益来源于实业资产的增值，无论该资产是机器制造品、劳动力、土地还是创意。只要通货膨胀导致投入成本上升，产出价格就会跟着上涨（而这些价格正是衡量通货膨胀的标准）。因此，未来现金流也会随着这些价格水平的上升而增加。

我们可以看到，当通货膨胀对投入和产出价格具有相同影响时，即使利率上升，股票未来现金流的现值也不会受到通货膨胀的负面影响。较高的未来现金流可以抵消高利率的影响，所以长远来看，股票价格及其收益率和股利率都会随着通货膨胀率的上升而上升。从理论上讲，股票回报率将与价格上涨水平保持一致，由此成为规避通货膨胀风险的工具。

成本推动型通货膨胀

如果通货膨胀的类型是纯货币型的，即对成本和利润的影响是相同的，那么股票价格就会随着通货膨胀率的上升而上升。但是许多情况下，收益并不能完全弥补通货膨胀带来的损失。例如，20世纪70年代股价之所以下跌，是因为石油输出国组织限制石油供应，从而使能源成本大幅上涨，而公司的产出价格上涨幅度却不能与投入成本的上涨幅度达到一致。

在本章开头，我们提到20世纪70年代通货膨胀是由政府试图抵消石油价格暴涨带来的负面影响而做出的错误决策引起的，所以绝不能忽视石油输出国的政策给美国企业利润带来的危害。那些长期以来获益于石油低价的美国制造商对突如其来的能源高价完全没有心理准备。第一次欧佩克石油限制带

⊖ 精确的费雪方程式是：名义利率=实际利率+预期通货膨胀率+实际利率×预期通货膨胀率。如果通货膨胀率不是太高，最后一项可以忽略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来的经济衰退严重打击了股票市场，生产力也因此受到破坏，到1974年年末，用道琼斯平均指数衡量的实际股票价格与1966年1月的高点相比，下跌幅度达65%——这是自1929年股灾以来最大的一次股价下跌。悲观主义在美国人中间蔓延，以至于到了1974年8月，几乎一半的美国人都相信美国经济正在经历如20世纪30年代那样的大萧条。⊖

通货膨胀也可以对股价产生负面影响，因为投资者担心通货膨胀可能会促使中央银行提高短期实际利率从而实施紧缩性政策。这样的紧缩性政策通常导致经济萎缩，同时打压股价。这是通货膨胀率上升导致股价下跌的另一个合理解释。

纵观国际股票市场，特别是欠发达国家的股票市场，通货膨胀也与政府大规模财政赤字和超额政府开支紧密联系起来。因此通货膨胀通常成为政府过度干预经济的象征，这种对经济的过度干预会导致经济增长率下降、公司利润缩水和股票价格下跌。简言之，对于股票价格随着通货膨胀率上升而下跌的现象，经济学已经有了许多合理解释。

公司所得税

股票价格在短期内不能规避通货膨胀风险的另一个原因是美国税则。税则从两个方面导致投资者在通货膨胀时期利益受到损害：公司利润和资本利得。

由于所采取的标准和会计方法没有合理考虑通货膨胀对企业利润的影响，因此报表中的企业利润可能存在偏差，主要表现在对折旧、存货估价和利息成本的处理上。

厂房、设备和其他资本品投资的折旧主要基于其历史成本。在这些资产的折旧年限内，资产价格可能会发生改变，但折旧过程却不能针对这些改变做出调整。在通货膨胀时期，资产重置成本上升，但报表中的折旧却不会做出相应改变。因此，没有充分考虑资产重置成本上升带来的溢价致使折旧额被低估。结果就是报表中的折旧额被低估，而应税利润被高估。

折旧并不是报表中唯一可能造成偏差的因素。在计算销售成本时，公司必须采用历史成本计算，存货计算可以用“先进后出法”，也可以用“后进后出法”。而在通货膨胀的环境下，历史成本和销售价格之间的差距拉大，为公司创造了通货膨胀利润。但这些利润并不代表公司实际利润的增加，而只是

⊖ 1974年8月2～5日进行的盖洛普民意测验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代表了公司部分资产，也就是存货的周转，只是名义利润的增加。对存货的会计处理方法与对公司其他资产如厂房和设备的处理方法不同，存货在计价时会为了计算收益而根据实际价格进行相应的调整。

商务部是负责统计经济数据的政府机构，对这些计算偏差非常了解。商务部从1929年开始就在国民收入和产出账户中对折旧和存货估价进行了调整。但是美国税务局出于征税的考虑，并不将这些调整因素包括在内。公司必须按照报表中的利润进行纳税，即使这些利润因为通货膨胀的原因有所偏高。因此，公司实际利润因为这些偏差的存在而有所降低。

利息成本的通货膨胀偏差

另一个导致公司利润在通货膨胀时期发生偏差的因素并没有在政府统计数据中反映出来，那就是利息成本产生的偏差。与折旧和存货利润不同的是，这种偏差通常导致公司报表中的利润被低估。

大多数公司通过发行债券和银行贷款等固定收益资产来筹集资金。这些贷款起到了杠杆作用，因为所有还本付息后的剩余利润都归股东所有。在通货膨胀时期，即使实际利息成本保持不变，名义利息成本也会上升，但是公司利润是减去名义利息成本以后的净值，所以公司报表中的利润与实际经济利润相比被低估了。

事实上，公司偿还贷款时的货币已经发生了贬值，所以较高的名义利息成本已经被债券和借款实际价值的减小所抵消。但是公司在发布其利润报告时，并没有将实际负债的减少报告在内。不幸的是，很难对利息成本造成的偏差进行定量分析，因为我们不能区分利息成本究竟有多少是由通货膨胀造成的，有多少是由实际利息成本造成的。

资本利得税

美国资本利得税是按照资产成本和出售价格之间的差价来征收的，不会对通货膨胀进行任何调整。因此，如果资产价格随着通货膨胀率的上升而上涨，投资者在出售资产时就必须缴纳资本利得税，无论他们是否真正获利。这意味着即使资产增值比率小于通货膨胀率——资产实际价值下降——投资者也必须缴税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章的研究指出，税法对投资者的税后实际回报率有着巨大的影响。即使在3%的通货膨胀水平下，投资者的税后实际回报率与通货膨胀率为0的投资者的回报率相比，仍然要低31个基点（万分之一）。如果通货膨胀率上升到6%，回报率的损失就达到65个基点。

持有期限越短，通货膨胀率对税后实际回报率的影响就越大，因为投资者买卖资产的频率越大，政府根据名义资本利得征税的次数就越多。当然，对于通货膨胀时期内的长期投资者，资本利得税也会降低其实际收益。

小结

本章分析了货币供应在经济和金融市场中的作用。第二次世界大战以前，美国和大多数工业化国家几乎不存在通货膨胀。但自从大萧条时期金本位制被废除以后，控制货币供应量的责任便转移到了中央银行身上，随着美元或者其他主要货币不再钉住黄金，通货膨胀而非通货紧缩就成了中央银行最为关注的问题。

本章的主要观点是，虽然股票在短期内并非规避通货膨胀风险的有效工具，但其他金融资产也同样不能规避这一风险。然而，从长远来看，股票在这方面表现相当出色，而债券则相形见绌。如果担心发生恶性通货膨胀，股票是最好的金融投资选择，因为许多通货膨胀率较高的国家的股票市场仍然十分繁荣。相反，固定收益资产却不能弥补投资者因为政府过度发行货币而遭受的损失。

尽管股票在通货膨胀时期的表现优于债券，但并不表示通货膨胀对股票持有者没有负面影响。投资者担心美联储会通过紧缩银根提高实际利率来控制通货膨胀，而可能争相出售股票。通货膨胀还导致公司利润被高估并增加公司税负，而且，因为美国资本利得税并没有指数化，所以通货膨胀导致投资者需要缴纳更多的税款。

对股票投资者来说，幸运的是世界上的中央银行都致力于控制通货膨胀水平，而且大多数是成功的。即使通货膨胀形势有所变化，股票投资者的收益也会优于债券投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章

Chapter12

股票和经济周期

股票市场曾经9次预警将会发生的经济衰退实际上发生了5次。

——保罗·萨缪尔森，1966年[⊖]

我希望自己能够预测市场和经济衰退，但这是不可能的，所以只要能投资于像巴菲特拥有的这样高回报的公司我就非常满意了。

——彼得·林奇，1989年[⊜]

一位备受尊敬的经济学家准备向许多金融分析师、投资顾问和股票经纪人发表一次演说，解答这些听众共同的疑问。当时，股价几乎每天都会达到一个高点，股利收益率降到历史最低，而市盈率则居高不下。眼前的这种繁荣是否合理？听众们想要知道经济是否已经发展到足够规模，以至于能支持如此高的股价。

这位经济学家非常乐观，他预测在接下来的1年内美国实际国内总产值增长率将超过4%，至少3年内都不会出现经济衰退，即使3年后发生了经济衰退，其影响也不足为道。推动股价上涨的一个主要因素——企业利润在未来至少3年内将以两位数的年增长率上涨。此外，他还认为共和党将会轻松地赢得第

本章节选自我的文章《股票投资者预测经济周期是否能够成功》(Does It Pay Stock Investors to Forecast *the Business Cycle*?)《资产组合管理期刊》(*Journal of Portfolio Management*), vol. 18(1991年秋天), pp. 27-34。文章素材得益于与保罗·萨缪尔森的讨论。

⊖ “Science and Stocks,” *Newsweek*, September 19, 1966, p.92.

⊜ 摘自《彼得·林奇的成功投资》。该书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二年的总统大选，这种情势显然是保守派的听众十分乐于看见的。显而易见，在场的听众对这位经济学家的演讲非常满意，他们长久以来的紧张情绪得到了舒缓，许多人甚至打算建议其客户增加股票持有量。

上述演讲的时间是1987年夏天，当时股票价格已经有暴跌的趋势，是有史以来最严重的一次股价下跌。1987年10月19日，股价破纪录地下跌23%；在之后的短短几周内，大多数股票的价格都跌到了经济学家发表演说时的一半。最具讽刺意味的是，这位经济学家之前对经济繁荣所做的所有预测都被证明是正确的，唯有这次失败了。

我们从中吸取的教训是，**市场和经济很多时候并不同步**。所以许多投资者在制定投资策略时并不相信经济预测，这一点都不奇怪。我们在本章开头引用的保罗·萨缪尔森的名言在40多年后的今天仍然具有合理性。

但是，在审视你的资产组合策略时，也别那么快就将经济周期抛之脑后。股票市场对经济活动仍然十分敏感。图12-1中反映了标准普尔500指数对经济

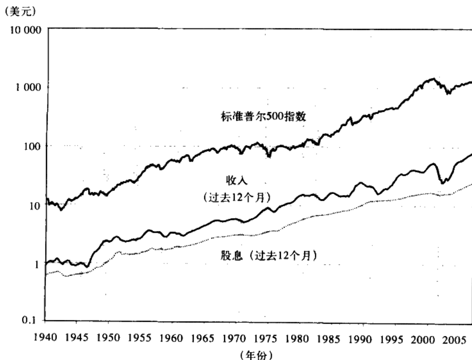


图12-1 商业周期中标准普尔500指数、收入和股息（1940～2006年12月）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期的反应，尽管其中存在一些“错误警示”，比如有时在股票价格暴跌后并没有出现经济衰退。但是总体来看，经济衰退出现以前股市一般都会下跌，而在经济复苏之初，股价通常也会有所回升。如果某些投资者能预测经济周期，他们进行股票投资所获得的收益就会高于本书一直信奉的购买－持有策略所获得的收益。

准确预测经济周期可不是一件容易的事。要想通过预测经济周期来积累财富，投资者必须在经济高峰和低谷来临之前做出判断，而少有经济学家能够做到这一点。但是，华尔街的许多人仍然在努力进行这项工作，不是因为预测很成功——大多数情况下都是失败的——而是因为成功的潜在收益实在太大。

谁来测定经济周期

出人意料的是，经济周期的预测并不是由任何进行经济数据统计的政府机构来进行，而是由美国经济研究局（NBER）完成的。美国经济研究局是成立于1920年的一家私人研究机构，主要职能是研究经济周期和统计一系列国民收入。在NBER成立初期，其员工就编制了一系列工业化国家经济环境变化的综合记录，特别是美国和英国从1854年以来的经济活动的月度报告。

在1946年一篇名为《经济周期测定》（*Measuring Business Cycles*）的报告中，美国经济研究局创始人之一的韦斯利·米切尔(Wesley C. Mitchell)和著名的经济周期专家亚瑟·伯恩斯（Arthur Burns）——后来担任美国联邦储备系统管理委员会主席——对经济周期做了如下定义：

> 经济周期是国家总体经济活动的波动，这种波动主要体现在企业行为中：首先是多个国民经济部门的扩张，接着各部门同时陷入总体衰退或是规模收缩，然后经济又开始逐渐复苏从而进入下一个周期。这种变化会不定期地重复发生，周期长短也大不相同，从1年到10年甚至12年，而且这些较长的经济周期也不会被分割成若干相似的小周期。㊀

一般认为，如果衡量总体经济产出的GDP连续两个季度下降，经济衰退就开始了，但是并不绝对。尽管这是衡量经济衰退的一个比较合理的标准，但并不是

㊀ Wesley C. Mitchell and Arthur Burns, “Measuring Business Cycles,” *NBER Reporter*, 1946,p.3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国经济研究局采用的唯一标准。美国经济研究局一般从四个不同的方面来考察经济周期的阶段：就业、工业产值、实际个人收入和实际产出以及贸易量。

美国经济研究局的经济周期测定委员会负责经济周期的测定。该委员会由众多经济学家共同组成，只要条件允许，他们就会开会研究经济数据。在1802～2006年整个时期内，美国一共经历了46次经济衰退，平均历时19个月，而经济扩张平均历时34个月。[㊀]这意味着，在过去205年间，美国经济几乎有1/3的时间都处于衰退状态。但是，自第二次世界大战以后，美国一共经历了10次衰退，平均历时10个月，扩张平均历时66个月。也就是说，战后美国经济处于衰退的时间只占所有时间的1/7，大大少于战前。

经济周期的测定非常重要。确定经济处于衰退还是扩张状态对政治和经济都有非常大的影响。比如，美国经济研究局曾经指出，1990年的经济衰退开始于7月而非8月，这让华盛顿颇为尴尬。因为老布什政府对外宣布是科威特入侵伊拉克和石油价格上涨导致了美国经济衰退，但美国经济研究局指出经济衰退其实早在1个月前就已经开始，这让老布什政府的借口不攻自破。类似的情形还包括，2001年3月开始的经济衰退其实是科技费用支出大幅下降的结果，但这次衰退也恰巧发生在“9·11”恐怖袭击之前。

经济周期测定委员会从不急于确定经济周期中的转折点，也从来没有因为数据更新或者修订而更改它对经济周期所做的任何一次判断——而且它还将继续保持这种做法。正如经济周期测定委员会（7人）主席罗伯特·霍尔（Robert Hall）所说：“美国经济研究局都是在非常确定的情况下才会宣布经济进入高峰期或者低谷期，绝不因为新数据的获得而修改以前的结论。”[㊁]

美国经济研究局最近的测定结果充分说明了这一点：直到1982年1月才宣布经济在1981年7月达到高点；1983年7月才宣布1982年11月是经济的低谷期；1990年7月经济扩张的高点直到9个月后才予以公布；而直到1992年12月才宣布经济于1991年3月陷入低谷，之间历时21个月之久；2001年3月经济高峰的公布时间是2001年11月；而2003年7月才对外公布2001年11月经济曾陷

㊀ 1802～1854年的数据来自于维斯雷·米切尔的《经济周期：存在的问题和解决方法》(Business Cycles:The Problem and Its Setting)，经济周期研究，No.1，剑桥，Mass.: 美国经济研究局（NBER），1927，p. 444。美国经济衰退的数据来自于NBER的网站(www.nber.org)，上面列出了1854年至今的经济周期情况。

㊁ Robert Hall, "Economic Fluctuations," *NBER Reporter*, Summer 1991,p.1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入低谷。很明显，如果投资者要等到美国经济研究局公布经济周期的具体数据，早就错过股市良机了。

经济周期转折点时的股票回报率

一般情况下，股价都会在经济衰退之前下跌，而在经济复苏之前上涨。事实上，在1802年至今的46次经济衰退中有42次（或者说90%）经济衰退之前，股票总体回报率指数跌幅达到甚至超过8%。第二次世界大战以后出现了两次例外：1948～1949年伴随着战后经济调整所出现的衰退和1953年的经济衰退，这两次经济衰退前股票回报率指数的下跌幅度并没有超过8%的标准。

表12-1列出了第二次世界大战后10次经济衰退前股票回报率的变化情况。我们可以看到，在经济衰退之初，股票回报率会在0～13个月内达到峰值。而始于1980年1月和1990年7月的经济衰退在美国历史上十分少见，因为当时的股票市场并没有预见到经济的下滑。

表12-1 经济衰退和股票回报率

经济衰退	股票指数峰值（1）	经济周期峰值（2）	两个峰值之间的时间间隔（3）	股票指数（1）到（2）的下跌幅度（4）	12个月股票指数下跌的最大幅度（5）
1948～1949年	1948年5月	1948年11月	6	−8.91%	−9.76%
1953～1954年	1952年12月	1953年7月	7	−4.26%	−9.04%
1957～1958年	1957年7月	1957年8月	1	−4.86%	−15.32%
1960～1961年	1959年12月	1960年4月	4	−8.65%	−8.65%
1970年	1968年11月	1969年12月	13	−12.08%	−29.16%
1973～1975年	1972年12月	1973年11月	11	−16.29%	−38.80%
1980年	1980年1月	1980年1月	0	0.00%	−9.55%
1981～1982年	1980年11月	1981年7月	8	−4.08%	−13.99%
1990～1991年	1990年7月	1990年7月	0	0.00%	−13.84%
2001年	2000年8月	2001年3月	7	−22.94%	−26.55%
		平均	5.7	−8.21%	−17.47%

正如本章开头引用的萨缪尔森的名言所示，股票市场也有可能发出错误的警示，而这种可能性在第二次世界大战以后逐渐增大。除了战时经济扩张可能伴随着股票市场下跌以外，从1802年至今，股票回报率指数下跌了8%或者更多以后的12个月内未发生经济衰退的情况有12次，其中有5次发生在19

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪，7次发生在20世纪，而这7次都发生在战后。

表12-2列出了战后道琼斯工业平均指数跌幅超过10%后却没有发生经济衰退的情况。1987年8月～12月初，道琼斯指数下跌了35.1%，这是近200年的股票回报率历史中下跌幅度最大的一次，然而，之后并没有发生经济衰退。我们将在第16章讨论1987年的股灾并解释它为什么没有引起经济下滑。

表12-2 股市的错误警示（战后道琼斯工业平均指数下降10%以上，但之后的12个月内并没有发生经济衰退）

股票指数峰值	股票指数低谷	下降幅度（%）
1946年5月29日	1947年5月17日	−23.2
1961年12月13日	1962年6月26日	−27.1
1966年1月18日	1966年9月29日	−22.3
1967年9月25日	1968年3月21日	−12.5
1971年4月28日	1971年11月23日	−16.1
1978年8月17日	1978年10月27日	−12.8
1983年11月29日	1984年7月24日	−15.6
1987年8月25日	1987年12月4日	−35.1
1997年8月6日	1997年10月27日	−13.3
1998年7月17日	1998年8月31日	−19.3
2002年3月19日	2002年10月9日	−31.5

表12-3比较了股票回报率指数的低谷与美国经济研究局公布的经济周期低谷。股市回升与经济复苏之间的平均间隔时间为4.8个月，10次经济衰退中有8次的间隔时间在4～6个月之间，而股市峰值与经济周期峰值之间的间隔时间较长，平均历时5.7个月。与股市低谷和经济周期低谷之间相比，这些峰值之间的间隔时间还表现出了更大的灵活性和更大的不可预测性。

表12-3 经济扩张和股票回报率（1948～2001年12月）

衰退	股票指数低谷（1）	经济周期低谷（2）	两个低谷之间的时间间隔（3）	股票指数（1）到（2）的上涨幅度（4）
1948～1949年	1949年5月	1949年10月	5	15.59%
1953～1954年	1953年8月	1954年5月	9	29.13%
1957～1958年	1957年12月	1958年4月	4	10.27%
1960～1961年	1960年10月	1961年2月	4	21.25%
1970年	1970年6月	1970年11月	5	21.86%
1973～1975年	1974年9月	1975年3月	6	35.60%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

衰退	股票指数低谷（1）	经济周期低谷（2）	两个低谷之间的时间间隔（3）	股票指数（1）到（2）的上涨幅度（4）
1980年	1980年3月	1980年7月	4	22.60%
1981～1982年	1982年7月	1982年11月	4	33.13%
1990～1991年	1990年10月	1991年3月	5	25.28%
2001年	2001年9月	2001年11月	2	9.72%
		均值	**4.8**	**22.44%**
		标准差	1.81	8.81%

对于2000～2002年的熊市，我们有两种划分方法。第一种是从2000年9月1日的总回报率高点到2002年10月9日回报率跌至低谷这段期间出现了熊市，损失达47.4%。或者将这段期间内的熊市分为两段：从2000年9月1日到2001年9月21日，股票回报率跌幅为35.7%；“9·11”恐怖袭击10天后，股票回报率开始反弹，至2002年3月19日，回升幅度达22.1%，接着另一波熊市来袭，至2002年10月，跌幅达33.0%。

另一种划分方法则与经济周期数据更为一致。据经济周期测定数据显示，2001年的经济衰退开始于3月结束于11月，刚好在股票市场开始反弹以后的2个月。但是按照这种方法计算的话，此次熊市第二阶段发生的股价下跌居美国历史上股价跌幅的第二位（仅次于1987年股票市场崩溃的35.1%的跌幅），而且经济衰退的来临也没能中止此次股价下跌。⊖

我们应该注意到，当经济衰退接近尾声时，股票市场平均涨幅已经达到22.4%。因此，如果投资者等到经济周期达到最低谷时才调整投资策略，那么就会失去股票市场大涨的好机会。

抓住经济周期的好时机而获利

表12-4反映了投资者根据经济周期的高峰和低谷及时调整其投资策略而获

⊖ 当然，关于美国经济研究局对2001年经济衰退的时间测定存在一些争议。美国经济在2001年年底之前就从“9·11”恐怖袭击事件的打击中逐步恢复，但是在接下来的几个月内，因为历史标准的缘故，经济恢复速度相当缓慢，2002年第4季度的美国GDP增长率为0。正如本章开头提到的，美国经济研究局在2003年7月才宣布2001年的经济衰退结束于2001年11月，那时候经济已经明显恢复了。2002年10月开始上扬的股票市场的确走在了经济复兴的前面，但这并不代表美国经济研究局所测定的经济衰退已经结束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得额外回报的情况。由于股票回报率会在经济衰退来临之前开始下降，所以投资者应该在经济下滑之前将其投资从股票转向国库券——如果他们能够确定这个转折点的话——而在经济复苏开始前重新回到股票市场。转换收益（switching returns）就是在经济周期峰值来临前（或者之后，如果投资者的预测不准确的话）几个月从股票转向国库券，而当经济周期走向低谷的前几个月（或者之后）重新买入股票的投资者所获得的收益。购买-持有收益（buy-and-hold returns）则是指在整个经济周期内都一直持有股票的投资者所获得的收益。转换收益减去购买-持有收益之差就是额外收益（excess returns）。

表12-4　根据经济周期调整投资策略（1802～2000年12月）

		高峰后将股票转换成债券				高峰	高峰后将股票转换成债券			
		4个月	3个月	2个月	1个月		1个月	2个月	3个月	4个月
在低谷前将债券转换成股票	4个月	**4.8**	4.0	4.2	4.1	3.3	2.7	2.1	2.2	1.9
	3个月	4.0	**3.3**	3.5	3.3	2.6	1.9	1.4	1.5	1.3
	2个月	3.3	2.6	**2.8**	2.6	1.9	1.2	0.7	0.8	0.7
	1个月	2.5	1.8	2.0	**1.8**	1.1	0.5	0.0	0.1	0.0
低谷		1.9	1.2	1.4	1.2	**0.5**	−0.2	−0.7	−0.6	−0.7
在低谷前将债券转换成股票	1个月	1.5	0.8	1.0	0.8	0.1	**−0.6**	−1.1	−1.0	−1.1
	2个月	0.9	0.2	0.4	0.2	−0.5	−1.1	**−1.7**	−1.6	−1.7
	3个月	0.5	−0.2	0.0	−0.2	−0.9	−1.5	−2.1	**−2.0**	−2.1
	4个月	0.3	−0.4	−0.2	−0.3	−1.1	−1.7	−2.2	−2.1	**−2.2**

在1802～2006年整个期间内，如果投资者刚好在经济周期的高点卖掉股票买入国库券并且在经济周期低谷时重入股市，那么额外收益比购买-持有收益高不了多少。事实上，在经济周期达到其转折点1个月之前进行股票和国库券转换的投资者每年的回报率反而比那些一直奉行购买-持有策略的投资者回报率低0.6%。

有趣的是，准确预测经济周期低谷比预测经济周期高峰更为重要。投资者在经济周期低谷前购买股票获得的收益要大于其在经济周期高峰前卖出股票获得的收益。

表12-4显示的额外收益最大能达到4.8%，即在经济周期高峰来临前4个月买入国库券并在经济周期达到低谷前4个月重新买入股票获得的收益。如果投资者能够准确预测经济周期的转折点，从而在股票和国库券之间进行成功转换，就可以在4个月内每周获得30个基点（0.3%）的额外收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，成功预测经济周期所获得的额外收益是非常可观的。如果投资者能够提前1个月预测到经济周期的转折点，每年就可以获得1.8%的额外收益，与坚持30年购买–持有策略的投资者相比，其累积财富会增加60%。如果投资者能够提前4个月预测到经济周期的高峰和低谷，那么其每年的额外收益就会达到4.8%，其财富将达到购买–持有策略投资者的3倍。

预测经济周期有多难

人们花费了价值几十亿美元的资源来尝试预测经济周期。华尔街许多经济学家穷尽一生来研究经济周期，希望能够预测下一次经济衰退或者复苏的时间，这一点也不奇怪，因为这可以为投资者带来巨大的收益。但是准确预测经济周期转折点的记录实在是少之又少。

波士顿联邦储备银行副总裁斯蒂芬·麦克尼斯（Stephen McNees）对经济学家预测的准确性进行了深入研究。他说，影响预测准确性的一个重要因素是预测的时间。他总结道，“经济学家对1973～1975年和1981～1982年的经济衰退的预测误差非常大，而对1980年和1990年的经济衰退的预测则要准确得多，几乎与实际经济周期转折点相差无几。”[⊖]正是这些经济周期转折点的准确预测让预言家变成了成功抓住市场时机的投资者。

对于经济学家来说，1974～1975年的经济衰退是特别难把握的一次。1974年9月，美国20多位顶尖的经济学家被邀请到华盛顿参加时任美国总统福特举办的反通货膨胀研讨会，却没有一个人意识到美国经济将走向战后的严重衰退时期。麦克尼斯研究了5位主要经济学家在1974年发布的预测，发现其结果将GNP增长率高估了6%，而将通货膨胀率低估了4%。对1974年经济衰退的预测误差如此之大，以至于许多经济学家在进行下一次衰退预测时纷纷“过早采取行动”，其结果就是大多数经济学家都把实际发生在1980年的经济衰退预测到了1979年年初。

1976～1995年，罗伯特·艾格特（Robert J.Eggert）和他之后的兰德尔·摩尔（Randell Moore）对一个著名的经济商业专家小组的经济预测做了研究

⊖ Stephen K.McNees, “How Large Are Economic Forecast Errors?” *New England Economic Review*, July/August 1992, p.33.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和整理，这些预测被编在一本名为《蓝筹股经济指标》(*Blue Chip Economic Indicators*)的期刊报告中。

1979年7月，《蓝筹股经济指标》在报告中提到，绝大多数经济学家认为又一次经济衰退已经开始了——还预测1979年第2～第4季度美国GNP增长率将为负值。但美国经济研究局却宣布经济周期的高峰将在1980年1月出现，整个1979年经济将处于扩张状态。

1980年中期，经济学家确信衰退已经开始。1980年6月，预言家宣布这次衰退开始于1980年2月或者3月，持续时间为1年，或者比平均衰退期长1个月。1980年8月，经济学家又指出，美国经济正处于经济衰退的中期，从而进一步证实了他们的上述推断。事实上，经济衰退在7月就已经结束了，而1980年的经济衰退也成为美国战后最短的一次衰退。

1981～1982年经济衰退时的失业率达到了10.8%的高水平，而经济学家对这次衰退的预测同样是不成功的。1981年7月《蓝筹股经济指标》的大字标题为“1982年美国经济的繁荣”，但1982年却恰好是一次经济灾难。到1981年11月，经济学家才意识到美国经济正在下滑，对经济的看法也开始从乐观转为悲观。大多数经济学家认为美国经济进入衰退期（其实在4个月之前就已经进入），几乎70%的人认为这次衰退将在1982年第1季度时结束（其实并没有结束，一直持续到了1982年11月，成为战后历时最长的一次），90%的人认为这次衰退与1971年一样比较温和——他们又错了！

1985年4月，美国经济正处于积极扩张时期，人们都十分关心这次扩张将持续多久。大多数的回答是20个月，也就是说美国经济将于1986年12月达到峰值，但这一预测比经济扩张实际结束的时间早了3年半。甚至最乐观的预言家都认为美国经济最晚会在1988年春天进入衰退阶段。1985～1986年，不断有人问及这个问题，但没有经济学家会想到20世纪80年代的这次扩张会持续那么久。

1987年股市崩盘以后，经济学家将他们对1987～1988年美国GNP增长率的预期从2.8%减少到了1.9%，这是《蓝筹股经济指标》11年预测史上对GNP增长率进行的最大一次调整。然而，1988年GNP的增长率并没有因为股市崩盘而下跌，反而上升至4%左右。

由于经济扩张的持续，让许多相信经济衰退即将来临的人都开始认为这种繁荣还将持续下去。持续的经济增长还让许多人开始相信也许经济周期已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经不存在了——或者是因为政府政策的原因，或者是因为“服务导向型”的经济变革成为“抵挡经济衰退的有效屏障”。美国培基证券有限公司（Prudential-Bache Securities）的高级经济学家爱德华·亚德尼在1988年年末的一篇文章里提到“新经济波动的证明”。他总结道，经济自我修复和增长可能会持续到20世纪80年代末。[㊀]在战后世界范围内的经济衰退来临之前，《纽约时报》经济版的首席编辑莱昂纳德·席尔克在1990年5月一篇名为“是否真的存在经济周期”的文章里写道：

> 大多数经济学家都预见到1990年或者1991年不会发生经济衰退，而1992年适逢总统大选，更加不可能发生衰退。日本和欧洲大多数国家以及亚洲经济也正在加速发展，没有任何衰退的迹象。[㊁]

直到1990年11月，《蓝筹股经济指标》才报告说，大多数经济学家认为美国经济已经进入衰退或者将要进入衰退，但是当时经济衰退已经持续了4个月之久，而且股票市场也已经触底开始反弹。如果投资者受到这种广泛蔓延的悲观情绪的影响，他们就会在股价低谷到来之后卖掉股票，从而错失此后3年内股票市场持续上扬带来的收益。

1991年3月～2001年3月持续10年的经济扩张又导致了“新时代经济”和“无衰退经济”说法的出现。[㊂]甚至直到2001年早期，大多数经济学家都没有预测到经济衰退。事实上，2001年9月，恰逢“9·11”恐怖袭击前夕，《蓝筹股经济指标》所统计的经济学家中仅有13%认为美国正处于经济衰退期，而美国经济研究局的报告随后指出其实早在6个月以前也就是2001年3月美国经济就进入了衰退。2002年2月，不到20%的经济学家认为衰退已经于2001年结束，而美国经济研究局最终测定的衰退结束时间为2001年11月。由此可见，经济学家又一次在经济周期转折点过后才意识到其变化。

小结

股票价值以公司利润为基础，而经济周期是决定公司利润变化的一个重要因

㊀ “New Wave Economist,” *Los Angeles Times*, March 18, 1990, Business Section,p.22.
㊁ Leonard Silk, “Is There Really a Business Cycle?” *New York Times*, May 22, 1992,p.D2.
㊂ Steven Weber, “The End of the Business Cycle?” *Foreign Affairs*, July/August 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素。准确预测经济周期的转折点所带来的收益相当可观，但是要做到这一点非常困难。尽管近年来可获得的经济数据越来越多，但经济周期预测的准确性却没有实质的进展。

投资者最忌讳的就是跟随经济发展变化而动，因为这样的投资者通常会在市场比较繁荣，所有人都持乐观态度时高价买入股票；而在衰退快要结束，悲观主义盛行时低价卖出股票。

投资者需要记住的教训是，通过分析真实的经济行为从股市上获利需要一定程度的先知先觉，这是预言家都还不具备的能力。人们一般都只能在经济周期的高峰或者低谷过去几个月以后才能确定其转折点，而此时投资者已经失去了市场先机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章

Chapter13

影响金融市场的世界大事



我能预测天体的运行轨迹，却不能预测人们的心理。

——牛顿

2001年9月11日，一个美丽的星期二早晨，当太阳从纽约城升起时，华尔街的经纪人也正盼望着今天是个美妙的日子。华盛顿没有传来任何新的经济数据，也没有收益报告计划。由于就业率报告中的不利数据，上个周五的股市有所跌落，不过周一市场略有回升。

纽约股市还没有开盘，但全球期货交易系统（Globex）中的标准普尔500指数期货像平常一样整夜都在进行着交易。期货市场的走高预示着华尔街开盘情况也会较好。但就在当天早上的8点48分传来了世界历史上最可怕的一个消息：一架飞机撞向了世贸大厦。图13-1反映了自灾难发生以后27分钟直到闭市这段期间内股指期货的交易情况。

飞机撞击世贸大厦的消息很快传开了，但大多数人都难以相信这个事实。他们心中充满了疑虑：是小飞机还是大飞机？是意外事故还是其他更加恐怖的厄运？然而没有人知道答案。股指期货市场的反应与以前遭遇到不确定性因素的反应一样，期货价格很快开始下跌，但是几分钟以后，买家重新增多，指数又回到了原来的水平，因为大多数交易者都认为根本没发生什么大不了的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

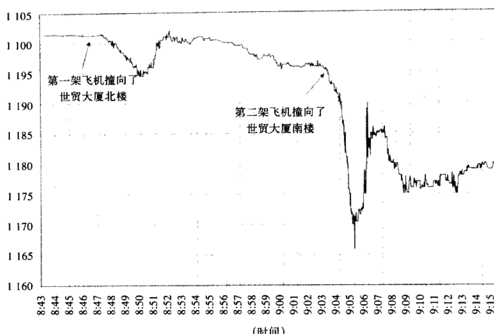


图13-1 2001年9月11日（星期二）早晨标准普尔500指数期货市场

15分钟以后的9:03分，在新闻摄像头和亿万世界观众的注视下，第二架飞机又撞向世贸大厦的南楼。那一刻，整个世界风云突变，美国人最担心的事情终于发生了。第二次世界大战以后，美国本土第一次受到如此重创。

9:05分，也就是第二架飞机撞击大厦的两分钟后，标准普尔500指数期货市场下跌了30点，大约是3%，这意味着如果股票市场开盘，那么美国股票总市值就会损失将近3 000亿美元。但是不可思议的是，当时买家仍然源源不断地出现。尽管事件的破坏性尚难以估计，但许多交易者认为市场对这次冲击反应过于强烈，因此现在仍然是一个很好的买入时机。于是股指期货在9:15闭市时仅下跌了15点，只是刚开始时损失的一半。

股市的垂死挣扎终究于事无补，袭击带来的巨大破坏性还是对股市产生了巨大的冲击。所有股票、债券和商品交易市场都第一次推迟了开市的时间，并很快就终止了当天的交易。事实上，美国的股票交易市场在接下来的一周里都处于关闭状态，这是自1933年3月罗斯福总统宣布“银行假日”，试图挽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

救濒临崩溃的银行系统以来，闭市时间最长的一次。

但是，外汇交易市场仍在开放中。“9·11”恐怖袭击时，正值伦敦时间下午2点，欧洲时间下午3点，德国马克指数立刻下跌了9%，直到闭市时仍然保持这个水平。伦敦股票市场受到的影响没有这么严重。当时有些人认为，作为世界金融中心的美国无法承受这样的冲击，因此一些交易可能会转移到英国，所以英镑和欧元相对于美元略有升值。一般而言，美元总是能在世界危机中受益。但是这次不同，由于恐怖袭击发生在纽约，让很多外国交易者都不知所措。

当纽约股票交易所在9月17日，也就是事件发生后的第二个周一重新开盘时，道琼斯工业指数下降了685点，即7.13%，在道琼斯指数下跌历史上排第14位。整个一周时间内，道琼斯指数持续下降，在9月21日周五闭市之前收于8 236点——比9月10日闭市低了14%，与2000年1月14日的历史高点11 723点相比下降了近30%。

导致股市波动的原因

恐怖袭击以后的股市下跌十分容易理解，但是很多时候的市场变化却没有理由，这令投资者十分头痛。自1885年道琼斯指数首次公布以来，该指数变化幅度达到或者超过5%的天数总共为126天，而其中仅有30次变化源于具体的世界政治或经济事件，例如战争、政局变化或是政府政策的改变，这意味着不到1/4的市场变化能与某件世界大事联系起来。表13-1a列出了51次最大的市场变化，表13-1b则列出了与具体世界大事联系起来的幅度超过5%的市场变化。⊖货币政策是引起这些大规模的市场兴奋或者爆发恐慌的一个最大因素。我们注意到，20世纪明显与某个具体事件联系起来的5次最大的市场变化中，有4次都与货币政策的变化直接相关。

⊖ 这项研究是基于大卫·卡特勒（David M.Culter）、詹姆斯·波特巴（James M.Poterba）和劳伦斯·萨默斯（Lawrence H.Summers）的“股票价格的驱动因素”（What Moves Stock Prices）的扩展，《资产组合管理期刊》(Journal of Portfolio Management)，1989年，P. 4～12.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表13-1a 道琼斯工业平均指数日变化幅度超过5%的情形

排序	日期	变化率(%)	排序	日期	变化率(%)	排序	日期	变化率(%)
1	1987年10月19日	−22.61	18	1932年8月12日	−8.40	35	1988年1月8日	−6.85
2*	1931年10月6日	14.87	19	1907年3月14日	−8.29	36	1932年10月4日	6.83
3	1929年10月28日	−12.82	20	1987年10月26日	−8.04	37	1929年11月11日	−6.82
4	1929年10月30日	12.34	21	1932年6月10日	7.99	38*	1940年5月14日	−6.80
5	1929年10月29日	−11.73	22	1933年7月21日	−7.84	39	1931年10月5日	−6.78
6	1932年9月21日	11.36	23	1937年10月18日	−7.75	40*	1940年5月21日	−6.78
7	1987年10月21日	10.15	24*	1939年9月5日	7.26	41	1907年3月15日	6.70
8	1929年11月6日	−9.92	25*	1917年2月1日	−7.24	42*	1931年6月20日	6.64
9	1932年8月3日	9.52	26*	1997年10月27日	−7.18	43	1933年7月24日	6.63
10*	1932年2月11日	9.47	27	1932年10月5日	−7.15	44*	1934年7月26日	−6.62
11*	1929年11月14日	9.36	28*	2001年9月17日	−7.13	45	1895年12月20日	-6.61
12	1931年12月18日	9.35	29	1931年6月3日	7.12	46*	1955年9月26日	−6.54
13	1932年2月13日	9.19	30	1932年1月6日	7.12	47	1933年1月19日	6.38
14*	1932年5月6日	9.08	31	1931年9月24日	−7.07	48	1901年5月10日	6.36
15*	1933年4月19日	9.03	32	1933年7月20日	−7.07	49	1929年10月23日	−6.33
16	1899年12月18日	−8.72	33*	1989年10月13日	−6.91	50	1932年8月6日	6.33
17	1931年10月8日	8.70	34*	1914年7月30日	−6.90	51*	1893年7月26日	-6.31

注：黑体字表示负向变化，加星号表示与某件世界大事相关。这里不包括1933年3月3日由于美国银行假日事件导致的变化率为15.34%的市场变化。

表13-1b 与某件世界大事相关联的道琼斯指数的最大变化（黑体表示负向变化）

排序	日期	变化率(%)	新闻标题
2	1931年10月6日	14.87	胡佛动用5亿美元资金扶持银行业
10	1932年2月11日	9.47	美联储放宽贴现政策
11	1929年11月14日	9.36	美联储降低贴现率/减税提案
14	1932年5月6日	9.08	美国钢铁行业协议降低15%的工人工资
15	1933年4月19日	9.03	美国放弃金本位制
24	1939年9月5日	7.26	第二次世界大战在欧洲爆发
25	1917年2月1日	−7.24	德国宣布无限制的潜艇战
26	1997年10月27日	−7.18	港元受挫
28	2001年9月17日	−7.13	世贸大厦和五角大楼受到恐怖袭击
33	1989年10月13日	−6.91	美国联合航空收购案失败
34	1914年7月30日	−6.90	第一次世界大战爆发
38	1940年5月14日	−6.80	德国入侵波兰
40	1940年5月21日	−6.78	盟军在法国受挫
42	1931年6月20日	6.64	胡佛宣布延期偿还外债
44	1934年7月26日	−6.62	奥地利战争；意大利动乱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

排序	日期	变化率(%)	新闻标题
46	1955年9月26日	−6.54	艾森豪威尔心脏病发作
51	1893年7月26日	−6.31	伊利铁路公司破产
65	1929年10月31日	5.82	美联储降低贴现率
66	1930年6月16日	−5.81	胡佛签署关税法案
67	1933年4月20日	5.80	放弃金本位制引起股市繁荣
73	1898年5月2日	5.64	德威㊀击败西班牙军队
76	1898年5月28日	5.56	与西班牙宣布停战
85	1916年12月22日	5.47	兰辛㊁否认美国参战
88	1896年12月18日	−5.42	参议院对是否解放古巴进行投票
89	1933年2月25日	−5.40	马里兰银行休假日
93	1933年10月23日	5.37	罗斯福总统宣布美元贬值
95	1916年12月21日	−5.35	兰辛暗示美国将参战
104	1938年4月9日	5.25	国会通过对美国政府债券利息征税的法案
125	1931年10月20日	5.03	州际商务委员会宣布提高铁路运费
126	1932年3月31日	−5.02	白宫提议征收股票交易税

如果你集中关注1885年以来10次最大的市场日变化情况，就会发现其中只有2次起因于某件世界大事。1987年10月19日股票市场在一天之内下跌幅度达到22.6%，但这次下跌并不是由任何重大变故引起的。自1940年以来，只有4天股价发生较大变化的具体原因可以确定：2001年9月17日股市在恐怖袭击以后重新开盘，下跌达7.13%；1997年10月27日，港币受到严重冲击，股市下跌7.18%；1989年10月13日星期五，美国联合航空公司杠杆收购案失败，股市下跌6.91%；1955年艾森豪威尔总统心脏病发作，股市下跌6.54%。虽然人们通常把1989年10月发生的股市下挫归因于杠杆收购案的失败，但这个解释仍然有不合理之处，因为在收购行动失败的消息传出之前，股市就已经大幅下跌了。

战争通常是促使股市变动的最大因素。2001年9月17日的股市下跌幅度是珍珠港被偷袭后股市下跌幅度（3.5%）的2倍多，也是美国官方正式宣布战争状态后股市下跌幅度最大的一次。

即使事件已经发生，但对于到底是什么新闻引起了股票市场变化，也存

㊀ 德威 · 乔治，1837－1917年任美国海军军官，在美国与西班牙战争中取得马尼拉湾的胜利而出名。

㊁ 1915～1920年任美国国务卿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在很大的分歧。1991年11月5日，道琼斯指数下跌120多点，跌幅接近4%，《投资者经济日报》一篇文章名为“投资者惊慌抛售，道指下挫120点：生物技术、计算机程序、到期日和国会将受到指责”。而伦敦的《金融时报》则在头版头条刊登了一位纽约记者的报道，名为“俄罗斯政府的行为导致华尔街指数下跌120点”。有趣的是，在《投资者经济日报》的文章中根本就没有提及俄罗斯政府中止石油许可证和限制黄金供应的消息。一个国家的知名报纸所认为的导致股市变化的主要原因根本就没有在另一个国家的报纸中出现，这说明要找到导致市场变化的根本原因非常困难。

不确定性与股票市场

股市最忌讳的就是不确定性因素，这些因素让投资者不能按照其惯常的思维方式来分析那些可能导致巨大危害的突发事件。“9·11”恐怖袭击就是一个最典型的例子。美国人不知道这些恐怖袭击对他们的未来生活会产生什么样的影响。美国航空业或者其他任何运输业会因此倒退多少？产值近6 000亿美元的旅游业将受到多大的冲击？这些没有固定答案的问题让投资者非常紧张，从而引起了股市的下跌。

关于总统任职问题的不确定性是另一个导致市场下挫的原因。当总统任职问题发生突如其来的改变时，市场的反应通常都是负面的。1955年9月26日，艾森豪威尔总统心脏病突发，导致道琼斯指数下降6.54%，排在第二次世界大战后美国股市下跌幅度的第7位。这充分表明投资者对艾森豪威尔总统的欢迎程度。1963年11月22日，肯尼迪总统遇刺，道琼斯指数下跌幅度为2.9%，并导致纽约股票交易所关闭2小时，以防止恐慌性抛售。11月25日星期一，也就是总统遇刺后的第二个交易日，肯尼迪总统葬礼的举行致使股市继续关闭。不过，在星期一林德·约翰逊入主白宫后，股市飙升4.5%，是战后股市业绩最好的一天。

1901年9月14日，威廉·麦金莱总统遭到枪击，致使股市价格下跌4%以上，但第二天，投资者就挽回了他们的全部损失。1923年沃伦·哈丁总统的去世对股市的影响就更小了。股市的这种恐慌性抛售对投资者来说是一个很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的买入机会，因为股市在总统更替以后很快就能自我修复。⊖

民主党和共和党

众所周知，比起民主党而言，共和党更受股票市场的欢迎。大多数公司领导和股票交易者都是共和党人，而共和党的许多政策也都被认为是股市的利好因素。人们认为民主党给予资本利得和股利受益的税收优惠太少，而更倾向于实施限制政策并希望进行收入再分配。但是，在民主党执政期间，股票市场的业绩其实要优于共和党执政时期。

图13-2反映了自1888年格罗夫·克利夫兰总统执政以来，各届政府时期道琼斯工业平均指数的情况。

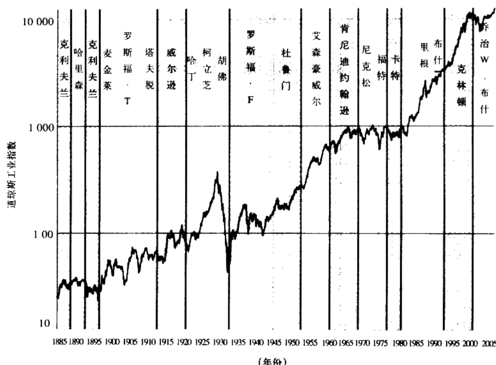


图13-2　道琼斯工业平均指数与总统任期的关系

注：竖线代表总统的更替，黑线表示政党的变化，阴影部分代表民主党执政。

⊖　不过也有例外。富兰克林·罗斯福总统去世的消息传出以后的一周内，股市上升了4%，因为华尔街从来都不欢迎这位总统。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管全国许多交易所和经纪公司都经常对民主党的政策表示不满，但事实证明，历史上最严重的熊市发生在赫伯特·胡佛的共和党政府时期，而民主党人富兰克林·罗斯福执政时，股市表现却非常好。市场的即时反应——从选举的头一天到选举结束第2天——证明投资者偏向于共和党。自1888年开始，在民主党选举获胜以后，股市平均下降0.5%；而共和党的获胜却会导致股市平均上升0.7%。但是第二次世界大战以后，共和党的胜利就对股市没有什么影响了。其中有一些例外，比如克林顿连任后，股市不降反升，不过其原因并不是作为民主党人的克林顿连任，而是因为共和党仍然控制着国会。

表13-2列出了各个总统任期内的第1、2、3、4年股票回报率的表现，这也是具有指导意义的。一般来说，在总统任期的第3年，股票回报率是最高的，这一点在1948年以后表现尤为突出，但也不是绝对如此，如臭名昭著的胡佛政府时期，其执政第3年，即1931年的股票回报率就惊人地下降了43.3%，是120多年以来业绩最差的一年。

表13-2 总统任期内的股票回报率

总统	执政党	选举日	从选举前一天到后一天	任期第1年	任期第2年	任期第3年	任期第4年
哈里森	共和党	1888年11月6日	0.4	6.9	−6.2	18.7	6.2
克利夫兰	民主党	1892年11月8日	−0.5	−19.1	3.2	5.0	3.0
麦金莱	共和党	1896年11月3日	2.7	20.2	29.1	3.8	21.2
麦金莱	共和党	1900年11月6日	3.3	19.7	8.3	−17.4	31.4
罗斯福.T	共和党	1904年11月8日	1.3	21.3	0.8	−24.5	38.9
塔夫脱	共和党	1908年11月3日	2.4	16.4	−3.6	3.4	7.3
威尔逊	民主党	1912年11月5日	1.8	−5.1	−5.9	31.1	8.7
威尔逊	民主党	1916年11月7日	−0.4	−18.5	17.1	19.6	−14.3
哈丁	共和党	1920年11月2日	−0.6	9.2	29.6	5.1	26.6
柯立芝	共和党	1924年11月4日	1.2	25.7	11.6	37.5	43.6
胡佛	共和党	1928年11月6日	1.2	−8.4	−24.9	−43.3	−8.2
罗斯福.F	民主党	1932年11月8日	−4.5	54.0	−1.4	47.7	33.9
罗斯福.F	民主党	1936年11月3日	2.3	−35.0	31.1	−0.4	−9.8
罗斯福.F	民主党	1940年11月5日	−2.4	−11.6	20.3	25.9	19.8
罗斯福.F	民主党	1944年11月7日	−0.3	36.4	−8.1	5.7	5.5
杜鲁门	民主党	1948年11月2日	−3.8	18.8	31.7	24.0	18.4
艾森豪威尔	共和党	1952年11月4日	0.4	−1.0	52.6	31.6	6.6
艾森豪威尔	共和党	1956年11月6日	−0.9	−10.8	43.4	12.0	0.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

总统	执政党	选举日	从选举前一天到后一天	任期第1年	任期第2年	任期第3年	任期第4年
肯尼迪	民主党	1960年11月8日	0.8	26.9	-8.7	22.8	16.5
约翰逊	民主党	1964年11月3日	-0.2	12.5	-10.1	24.0	11.1
尼克松	共和党	1968年11月5日	0.3	-8.5	4.0	14.3	19.0
尼克松	共和党	1972年11月7日	-0.1	-14.7	-26.5	37.2	23.8
卡特	民主党	1976年11月2日	-1.0	-7.2	6.6	18.4	32.4
里根	共和党	1980年11月4日	1.7	-4.9	21.4	22.5	6.3
里根	共和党	1984年11月6日	-0.9	32.2	18.5	5.2	16.8
老布什	共和党	1988年11月8日	-0.4	31.5	-3.2	30.5	7.7
克林顿	民主党	1992年11月3日	-0.9	10.0	1.3	37.6	23.0
克林顿	民主党	1996年11月5日	2.6	33.4	28.6	21.0	-9.1
小布什	共和党	2000①年11月7日	-1.6	-11.9	-21.9	28.7	12.8
小布什	共和党	2004年11月7日	1.1	9.4			
1888~2006年的平均值	民主党		-0.5	7.3	8.1	21.7	10.7
	共和党		0.7	7.7	9.3	10.3	16.3
	总体		0.2	7.6	8.5	15.4	13.8
1948~2006年的平均值	民主党		-0.4	15.7	8.2	24.6	15.4
	共和党		-0.0	2.3	13.0	22.8	11.7
	总体		-0.2	7.6	10.2	23.6	13.3

① 选举结果直到2000年12月13日才正式公布。

目前对于为什么总统任期第3年股票业绩尤为突出还没有一个合理的解释。有些人可能认为，总统任期第4年的业绩才应该是最好的，因为政府会由于换届选举而向美联储施加压力刺激选举时期的经济增长。但事实上，尽管第4年的股票业绩也相对较好，但却不是最好的。或许是因为市场早就预期到选举年会实行许多积极的经济政策，所以导致股价提前1年上涨。

从表13-3可以看出，近年来共和党执政时期的股票业绩都表现良好。表中分别记录了民主党和共和党执政时期股市的总体名义回报率和实际回报率以及通货膨胀率。自1888年以来，民主党执政时期的名义回报率要高于共和党执政时期，但是共和党执政时期的通货膨胀率却较低，因此总的来看，共和党执政时期的实际回报率略高于民主党。但是，在过去60年里，民主党执政时期的股票名义回报率和实际回报率均低于共和党。也许这就是为什么市场近年来对民主党的获胜反应并不像以前那么大的原因吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表13-3 总统任期与股票回报率（股票回报率从选举日或者就职日中较早的一天算起）

总统	执政党	选举日	就职月数	股票名义年回报率	年通货膨胀率	实际年回报率
哈里森	共和党	1988年11～1992年10	48	5.74	0.04	5.70
克利夫兰	民主党	1992年11～1996年10	48	−3.31	−1.91	−1.43
麦金莱	共和党	1996年11～2001年8	58	20.66	0.00	20.66
罗斯福. T	共和党	1901年9～1908年10	86	4.81	1.39	3.38
塔夫脱	共和党	1908年11～1912年10	48	7.54	0.82	6.67
威尔逊	民主党	1912年11～1920年10	96	4.68	9.42	−4.33
哈丁	共和党	1920年11～1923年7	33	5.48	−4.05	9.93
柯立芝	共和党	1923年8～1928年10	63	28.04	0.12	27.88
胡佛	共和党	1928年11～1932年10	48	−20.42	−6.29	−15.08
罗斯福. F	民主党	1932年11～1945年3	149	11.52	2.36	8.94
杜鲁门	民主党	1945年4～1952年10	91	14.66	5.54	8.64
艾森豪威尔	共和党	1952年11～1960年10	96	14.96	1.35	13.42
肯尼迪	民主党	1960年11～1963年10	36	15.15	1.11	13.88
约翰逊	民主党	1963年11～1968年10	60	10.39	2.77	7.42
尼克松	共和党	1968年11～1974年7	69	−1.32	6.03	−6.93
福特	共和党	1974年8～1976年10	27	17.21	7.27	9.27
卡特	民主党	1976年11～1980年10	48	11.04	10.02	0.93
里根	共和党	1980年11～1988年10	96	15.18	4.46	10.26
老布什	共和党	1988年11～1992年10	48	14.44	4.22	9.81
克林顿	民主党	1992年11～1900年10	96	19.01	2.58	16.0
小布什	共和党	1900年11～1901年12	74	1.62	2.51	−0.87
1888～2006年10月的平均值	民主党	44.0%		10.85	4.12	6.49
	共和党	56.0%		8.59	1.57	6.91
	总体	100%		9.58	2.69	6.71
1948～2006年10月的平均值	民主党	42.1%		15.26	3.64	11.27
	共和党	57.9%		9.71	3.78	5.71
	总体	100%		12.01	3.72	7.99

股市和战争

从1885年开始，美国有1/5的时间是处于战争或战争边缘状态。无论是战争时期还是和平年代，股票市场名义回报率都表现较好，但是战时的通货膨胀率平均为6%，而和平年代的通货膨胀率小于2%，所以和平时期的实际回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报率远远超过了战争时期。

虽然和平年代的实际回报率较高，但市场波动性也较大，这可以从道琼斯工业指数的月度标准差看出来。美国股票市场最大的波动出现在20世纪20年代末和30年代早期，刚好在美国宣布加入第二次世界大战之前。只有在第一次世界大战和海湾战争时期，美国股市波动超过了平均水平。

从理论上讲，战争应该对股票价格产生非常大的负效应。战争时期，政府会占用许多资源，实施高税收高国债政策，严重削弱投资者对股票的需求，全国的企业都必须为战争服务，而且如果战争失败，战胜国对战败国的制裁会导致股价大幅下跌。但是，现实并非如此，第二次世界大战以后，德国和日本经济很快从战争阴影中发展起来，股市也随之繁荣。

世界大战

第一次世界大战时期的股票市场波动远远超过了第二次世界大战。第一次世界大战最初阶段的美国股票价格上涨了将近100%，在美国参战后，其股市又随之下跌近40%，战争结束后股市再次繁荣。相反，在美国参加第二次世界大战整整6年的时间里，股市与战前水平的差距最大也没有超过32%。

第一次世界大战的爆发使投资者陷入了恐慌，欧洲投资者拼命抛售股票，囤积黄金和现金。1914年7月28日，奥匈帝国在塞尔维亚宣战，欧洲所有国家的主要股票市场都关闭了。欧洲投资者的恐慌很快蔓延到纽约，在1914年7月30日星期四那一天，道琼斯工业指数收盘价格下跌了近7%，是自1907年恐慌时期8.3%的跌幅之后最大的一次。在星期五开盘前的几分钟，纽约证券交易所宣布无限期关闭。

直到1914年12月，股票市场才重新开盘，这是纽约股票交易所有史以来闭市最长的一次。在闭市期间，允许进行一些特殊的交易，但必须经过特别委员会批准，而且交易价格不能低于闭市前的最后价格。然而，许多投资者无视这一规定，在交易所以外的地方（场外交易市场）进行非法交易，导致股票价格的下跌一直持续到10月份。根据非官方统计，从7月闭市到秋天，股票价格下跌了15%～20%。

具有讽刺意义的是，纽约股票交易所的这次闭市时间比以往任何一次都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长，而此时美国并没有参战，也没有经历任何金融或经济危机。事实上，当交易所关闭后，交易者意识到美国将成为欧洲冲突的最大受益者，一旦投资者认识到美国将向交战国提供军火和原材料，公众对股票的兴趣就会大增。

1913年12月12日，纽约股票交易所重新开盘，股价迅速上涨。道琼斯指数在周六交易日收盘时的价格比7月份闭市价格高出了5%。此后，股价持续上涨，导致1915年成为道琼斯指数历史上涨幅最大的一年，全年涨幅达到82%。1916年，股价仍然保持了上涨趋势，并在11月份达到峰值，此时的价格是两年多以前战争爆发时的两倍。但是当美国在1917年4月16日正式宣布参战后，股价随即下跌了10%，至1918年11月签署休战协议，股价再次下跌10%。

1915年的股市繁荣给后来的投资者以启示。第二次世界大战爆发后，投资者就充分吸取了第一次世界大战初期的经验。1939年9月3日，英国对德宣战，日本股价飙升，导致东京股票交易所不得不提前收盘。当纽约证券交易所开盘后，也出现了疯狂抢购的局面，道琼斯指数上涨7%。甚至欧洲股票交易所在重新开盘后，股市表现也相当不错。

第二次世界大战初期的股票抢购热情很快就消退了。第一次世界大战时获得超额利润的公司受到了公众的指责，公众认为当许多年轻人在国外战场上以死殉国时，国内公司却在赚取大量利润，他们所承担的战争成本差距太大。当时的罗斯福总统下决心不让国内企业像第一次世界大战那样牟取暴利，所以第二次世界大战期间的企业超额利润都被国会征收了超额利润税，让那些盼望获得战时超额利润的投资者失望了。

日本偷袭珍珠港的前一天，道琼斯指数与1939年相比下降了25%，还不到1929年峰值时的1/3。珍珠港事件过后的第二天，股价下跌3.5%，直到1942年4月28日才达到最低点。当时，美国已经在太平洋战争开始前几个月遭受了巨大损失。

但是，当胜利的天平开始偏向于盟军一方时，股市开始缓慢回升。1945年5月7日，德国签署无条件投降书，道琼斯指数与战前相比上升了20%。广岛原子弹爆炸——这件事对战争进程起着决定作用——导致股价上涨1.7%，因为投资者意识到战争快要结束了。但是对于投资者而言，他们在第二次世界大战中获得的收益远远小于第一次世界大战，从德国入侵波兰到美国对日作战胜利的6年里，道琼斯指数仅仅上涨了30%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1945年后的局部冲突

朝鲜战争的爆发让投资者非常吃惊。1950年6月25日，朝鲜战争爆发，道琼斯指数下跌4.65%，下跌幅度大于珍珠港事件发生后的第二天的跌幅。随后市场对后续战争的反应比较平淡，与战前相比，股票下跌幅度从未超过12%。

越南战争是美国参与的所有战争中最长、最不得人心的一场战争。1964年8月2日，有报道称，美国的两艘驱逐舰在越南东京湾地区遭到袭击，至此，美国发动越南战争。

在东京湾事件的1年半后，道琼斯指数达到战时最高的995点，比战前高了18%。但是紧接着美联储为了消除通货膨胀而紧缩银根，所以在接下来的几个月里，道琼斯指数下跌了30%。1968年年初，美国在越南的军事力量达到最强时，市场开始反弹。两年后，尼克松发兵柬埔寨，加之美国国内利率上涨和经济衰退，股市再次下挫，比战前水平低了25%。1973年1月27日，越南和美国签署停战协议，但是因为不断上涨的通货膨胀率和利率以及其他与越南战争没有直接关系的因素的影响，投资者在8年战争中所获得的收益非常小。

如果说越南战争是美国所参加的战争中最长的一次，那么1991年与伊拉克之间的海湾战争就是最短的一次。1990年8月2日，伊拉克入侵科威特成为海湾战争的导火线。当时石油价格飙升，威胁到了美国在沙特阿拉伯的军事发展。不断攀升的石油价格与本来就增长缓慢的经济一起导致美国陷入了经济衰退中。股票价格陡然下跌，10月11日，道琼斯指数比战前下降了18%。

1991年1月1日，美国正式入侵伊拉克。虽然战争已经打响，但是石油、黄金和美国政府债券的交易仍然在东京、新加坡、伦敦和纽约之间持续进行着，这是战争史上头一次。投资者普遍认为美国的胜利只是时间问题。美国空袭巴格达的消息传到东京以后，投资者在最初一段时间里大量抛售债券，但紧接而来的美国及其盟军胜利的消息又立刻使得债券和日本股票价格直线上升，远东交易的石油价格随之暴跌，布伦特（Brent）原油从战前的29美元一桶跌到20美元一桶。

开战后第二天，全世界股票价格均有上涨。道琼斯指数猛涨115点（4.4%），欧洲和亚洲的投资者也收益颇丰。直到美国在科威特部署地面部队时，股市已经持续上扬了2个月，就像已经预见到了美国的胜利。战争于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1991年2月28日结束，直到3月的第一个星期，道琼斯指数相较于战争开始时上涨了18%。

正如本章开头提到的，在2001年9月11日袭击纽约和五角大楼的恐怖事件发生以后，反恐战争就开始了。道琼斯指数在9月10日闭市时收于9 606点，而9月21日星期五跌至8 062点，跌幅达16%。在接下来的一周里，股市开始反弹，在10月7日美国开始对阿富汗塔利班政府进行打击时，道琼斯指数已经恢复到了9 120点。

由于美联储积极的扩张政策和对阿富汗塔利班政府的成功打击，11月13日，道琼斯指数超过了9月10日的水平并持续上涨到年底。从9月21日低点到12月28日高点时的10 184点，道琼斯指数在这3个月内上涨了26.3%。

直至2002年3月19日前，市场一直持续上扬达到10 673点，但是早在两年前就已经开始的熊市却远远没有结束。当时美国不仅面临经济增长停滞不前的问题，还发生了如安然、世通和其他一些大公司的会计丑闻，致使股市在2002年10月10日之前持续走低，道琼斯指数当日收盘仅为7 197点。从2002年1月14日11 750的高点到2002年10月10日的低谷，道琼斯指数下跌了近39%，标准普尔500指数因为此前对科技股价格的高估，下跌幅度更大。

2002年10月10日以后，股市大幅反弹到9 000点，但在5个月后的2003年3月11日——恰好是美国第二次入侵伊拉克的前几天，由于投资者对美国第二次攻击伊拉克的担心，股市回落到了7 524点。接着，与12年前海湾战争爆发时一样，市场在入侵消息的刺激下即刻上涨，尽管战争后伊拉克暴力活动不断增加，但之后的市场仍然保持上涨趋势。

尽管共和党在2006年11月选举中击败了民主党，占据国会的大多数席位，但股票价格仍在2007年夏天达到一个新的高点，投资者不仅挽回了在2000～2002年熊市中的损失，还有额外收益。从2003年3月底美国入侵伊拉克的第1个月到2007年6月，股市年均回报率高达17.5%。

小结

通过研究导致市场发生重大变化的因素，我们清楚地认识到，只有1/4的市场变动是由重大的政治或者经济事件引起的，这与市场和市场波动的不可预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性是一致的。那些在第一次世界大战爆发时就匆忙卖掉股票的投资者错过了1915年的股市繁荣，然而那些相信第二次世界大战会重演第一次世界大战历史，并在第二次世界大战开始后就疯狂购入股票的投资者同样也没有获益，因为第二次世界大战时政府决定收缴企业所获得的超额利润。世界大事件或许会在短期内对股票市场产生较大影响，但好消息是，它们对股票的长期回报率并没有什么影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章

Chapter14

股票、债券和经济数据

每件事都可能影响股票市场。

——*詹姆斯·伍德*（James Wood），1966年

一般而言，美国股票市场在主要假日和周末之间的交易日表现都比较低迷，成交量较少，价格波动也较小，但1966年7月5日的星期五却跟以前有点不同。美国东部时间早上8:28，世界上所有的交易者都聚集在交易终端前，目不转睛地盯着每天发出成千上万条新闻消息的滚动新闻窗口，因为此时距离美国公布就业数据的时间还有2分钟，这是每个月最重要的时刻。

整整一周内，所有股票、债券和外汇交易者都在期待着这一天的到来。道琼斯指数在1996年5月末达到高点后，就一直在高点附近徘徊。但利率的持续攀升让投资者比较紧张。最后，终于到了7月5日的8:30，滚动新闻屏幕上出现了下面的文字：

> **新增就业人口239 000人，失业率达6年以来最低水平——5.3%，每小时工资上涨9美分，是30年来最大的一次增长。**

克林顿总统得到这个报告后，十分欣慰，他宣布："这是长久以来美国经济最为稳固的一段时期，美国工人的工资终于重新开始上升。"

但是金融市场对此的反应却让人大吃一惊。由于交易者认为利率还会再次上升，所以国内和国外交易所的长期债券价格立刻暴跌，而长期和短期债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券利率几乎上升了0.25%。尽管股票市场开盘未及1个小时，但标准普尔指数期货（反映了投资者对这一基准指数的需求，将在下一章详细论述）就从676点下跌到了656点，跌幅达2%。已经开盘数小时的欧洲股票市场也瞬间发生了大量抛售的情况。德国DAX指数、法国CAC指数和英国FT-SE指数也立刻下跌了2%。在短短几秒钟之内，世界股票市场损失额达2 000亿美元，世界债券市场的损失也与之相差无几。

这一事件说明，有时候一般意义上的好消息对华尔街来说却可能是坏消息，因为推动股票价格变化的因素不仅是公司利润，还包括利率、通货膨胀和美联储货币政策的远期导向，等等。

经济数据和市场变化

新闻会引起股票市场的变化，但是很多新闻发布的时间是不确定的，比如战争、政局变化以及自然灾害。相反，某些新闻公布的时间却是在1年前或者更早以前就确定了的，比如经济数据的发布。美国每年大约有几百个经济数据需要公布，大多数由政府机构公布，不过私人机构现在也越来越多地介入。公布的所有数据几乎都与经济特别是经济增长和通货膨胀有关，它们无一例外地会对股票市场变化产生重要影响。

经济数据不仅影响交易者对经济的看法，还会影响他们对中央银行未来货币政策的预期。中央银行在面对高经济增长率和通货膨胀率时可能实行紧缩性货币政策或者停止扩张性货币政策。所有这些数据都会影响交易者对未来利率、经济变化以及股票价格变化的预期。

市场变化规律

股票市场并非直接对新闻做出反应，市场变化一般是由投资者的预期与实际数据之间的差异引起的，所以新闻本身是“好”是“坏”并不重要。如果市场预期上个月失业人数为200 000人，而报告显示实际失业人数仅为100 000人，那么对金融市场而言就是利好消息——与市场预期就业人数将增加100 000个而实际增加额为200 000的效果是一样的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场之所以会对投资者预期和实际经济数据之间的差异做出反应，是因为所有这些预期信息都已经包括在当前的证券价格中了。如果投资者预期某公司利润会下降，那么在公司利润实际下降之前，这些不利因素就会反映在该公司的股票价格上。如果公司利润报告不像投资者预期的那样糟糕，那么在利润数据公布后，公司股票价格反而会上升。经济数据对债券、股票和外汇价格的影响都遵循同样的规律。

因此，要理解市场变化规律，投资者必须了解经济数据的市场预期(market expectation)。市场预期一般是指由新闻机构和研究机构收集的市场平均预测(consensus estimate)，这些机构通常会对经济学家、专业预测者、交易者和其他市场参与者进行调查，收集他们对政府或私人机构即将发布的经济数据所做的预测。然后将调查的结果发至金融媒体，并通过网络和其他途经广泛宣传。[1]

经济数据中包含的信息

分析经济数据的目的在于找出其中包含的关于未来经济增长、通货膨胀和中央银行政策等方面的信息。以下这段话总结了债券市场对于经济增长数据的反应：

> 如果实际经济增长水平高于预期水平，则会推动长期和短期利率上升；如果实际经济增长水平低于预期水平，则会导致利率下降。

实际经济增长水平超过预期水平会导致利率上升的原因有几个。第一个原因是，高经济增长使消费者对未来经济更加有信心，从而增加贷款需求；较高的经济增长率也会促使公司扩大生产。因此，无论是企业还是消费者都可能增加贷款需求，从而推动利率上升。

第二个原因是这种经济增长可能来源于通货膨胀，尤其是在经济扩张末期。而那些发生在经济扩张前期和中期的经济增长通常来源于生产力的增加，不容易产生通货膨胀。

[1] 通常情况下，研究机构会公布预测的平均中值和范围。市场平均预测在不同的部门有所差别，但是总体都比较相近。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回到之前所列举的事实，1996年7月5日劳工部发布的消息导致利率大幅上涨，就是因为交易者对通货膨胀的担心，他们害怕劳动力紧缺和失业率下降会导致工资大幅上涨，进而诱发通货膨胀，从而对股票和债券市场产生不利影响。

关于经济增长的报道也会对中央银行的政策取向产生很大影响。一个过度扩张的经济实体中的通货膨胀可能会促使中央银行紧缩银根。如果总需求大大超过商品和服务的总供给，央行就会提高利率防止经济过热。

当然，当实际经济增长速度慢于预期水平时，债券市场表现会较好，因为利率会因为信贷需求较弱和通货膨胀较为温和而下降。在之前的章节中，我们就提到，债券价格与利率水平成负相关关系。

我们还应该认识到股市变化的一个重要规律，即如果连续几份经济数据报告都显示了经济正在朝着同一个方向发展，市场的反应就会更加强烈。例如，如果几份经济数据都显示实际通货膨胀率高于预期水平，那么市场在接下来的1个月可能会更加敏感。原因在于在一个单位时间内的数据可能存在偏差，而在接下来的时间里将得到修正。但是如果多个单位时间里的数据都证实了以前数据的可靠性，那么市场就会相信这个趋势已经形成，从而受到影响。

经济增长和股票价格

公众乃至金融媒体在面对经济发展形势良好，而股票市场却萎靡不振的情况时，都会感到吃惊。事实上，实际经济增长率超过预期水平可能对股票市场产生两个截然不同的影响：经济强势状态会增加公司的未来盈利，从而引起股价上涨，但同时也会促进利率上升，导致未来利润贴现率提高；同样，经济的相对弱势则会降低公司未来预期收益，但如果利率降低，股票价格也有可能因为未来现金流的贴现率降低而上涨。用资产定价术语来说，就是作为分子的未来现金流和作为分母的现金流贴现率之间的博弈。

谁对股票价格的影响更大——利率的变化还是公司利润的变化——取决于经济周期所处的阶段。最近的研究表明，在经济衰退时期，高于预期的经济数据报道会导致股价上升，因为在经济周期的这个阶段，投资者会更多地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑公司利润的上升而非利率的变化，[⊖]相反，低于预期的经济报道会导致股票价格下跌。而在经济扩张时期，特别是扩张的尾期，利率对股票价格的影响更大，因为那时通货膨胀的威胁更加明显。

许多股票交易者都根据债券市场的变化来调整自己的投资策略，特别是证券组合投资的经理人，他们要根据利率和股票预期回报率的变化情况来调整其资产组合中股票和债券的比例。当报告显示经济发展处于弱势导致利率下降时，这类投资者会立刻准备增加股票的比例，因为此刻相对于债券而言，股票回报率具有明显优势。相反，如果投资者意识到经济增长低于预期水平将会降低公司未来利润，那么他们就会立刻卖出股票。一天中，投资者对股票回报和利率的预期在不断变化，股市也就随之不断变化。

就业报告

由美国劳工统计局（BLS）编制的就业报告是由政府机构每月发布的最为重要的一组数据。为了衡量就业水平，劳工统计局要进行两个不同的调查，一个衡量就业率，一个衡量失业率。薪资调查主要计算领取公司薪水的就业人数，而家庭调查则是计算目前的失业人数。薪资调查有时候又被称为机构调查，需要收集近40万个企业、5 000万名工人（总工人数的40%）的工资数据。大多数经济预测家正是通过这份调查来预测未来经济的走向。对于交易者来说，最重要的是非农业薪资（农业从业人员的薪资被排除在外，因为该数据波动性很大而且与经济周期联系不大）的变化。

失业率报告来自于一份与薪资调查完全不同的调查，而失业率报告往往占据了晚间新闻的头条。失业率的计算来自于涉及6万多个家庭的家庭调查数据。调查过程中，每个家庭需要回答的问题包括过去4周以来，家庭成员中是否有人一直在找工作，而那些回答“是”的人就被归为失业人员。失业人数除以劳动人口总量就等于失业率。美国的劳动力数量包括就业人口和失业人口，几乎占成年人口的2/3。20世纪80年代和90年代，随着女性劳动者的增加，

⊖ John Boyd, Jian Hu, and Ravi Jagannathan, “The Stock Market's Reaction to Unemployment News: Why Bad News Is Usually Good for Stocks,” National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. W8092, NBER, Cambridge, Mass., January 2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一比例在不断上升，而最近趋于稳定。

要很好地诠释BLS统计数据是一件困难的事，因为薪资数据和家庭数据来源于不同的调查，所以经常出现就业率和失业率同时上升的情况，反之亦然。产生这种情况的一个原因是薪资调查统计的是工作数量，而家庭调查统计的是人口。这样一来，那些有两份工作的人在家庭调查中之算作一个，而在薪资调查中却要被统计两次；另外，那些自主创业的人不被算作薪资调查中的就业人员，却要统计在家庭调查中；最后，在经济复苏初期，劳动力市场发生变化，劳动力流动性加强，很多人会加入找工作的大潮，从而导致失业率上升。

基于上述原因，经济学家和预言家们认为失业率在预测经济周期方面其实不是很重要，但这个论断并没有削弱该数据的政治影响力。显然，失业率反映了正在找但还没有找到工作的工人数量，许多公众希望通过这个数据来判断经济发展态势。因此，只要失业率有所上升，政治家和政策制定者的压力就会随之上升。

自2005年以来，ADP公司就开始自行发布薪资数据，被称为《ADP国家就业报告》，一般比BLS劳工报告的发布晚2天。ADP报告衡量的是非农业私人企业雇佣工人的数量，调查涉及ADP的50万家美国商户，近2 300万名工人。ADP调查充分考虑了所调查的私人企业的所属行业、公司规模和地理位置等，每家私人企业的6名工人中就有1人属于ADP的调查对象，所以ADP调查结果能够较为准确地预测未来劳动力数据。初步结果显示，ADP调查数据比起公众平均预测来说能够更为准确地估计薪资的变化，虽然我们还需要进一步证实这个结论。

经济报告周期

就业报告只是众多经济月报中的一个。表14-1列出了BLS、美国咨商会（Conference Board）和其他经济实体所发布的月度经济报告。星号的数量代表了该报告对金融市场的重要性。

薪资报告通常在两个月之交时发布，它是关于经济增长的所有报告中最重要的一个。在每个月的第一个工作日，美国供应管理协会（ISM，其前身

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是全美采购经理人协会，即NAPM）就会发布一项采购经理人指数（PMI）。

表14-1　月度经济日历

周一	周二	周三	周四	周五
1 10:00采购经理人指数**PMI	2 8:30主要经济指标*（滞后2个月）	3 8:15ADP就业预测** 10:00服务业采购经理人指数**	4 8:30失业者诉求**	5 8:30就业报告****
8	9	10	11 8:30失业者诉求**	12 8:30零售业销售** 8:30生产者物价指数****
15	16 8:30消费者物价指数****	17 8:30住宅兴建量*** 9:15工业生产量*	18 8:30商品交易* 8:30失业者诉求**	19 10:00消费者期望（密歇根大学初步预测）** 12:00费城美美联储报告*
22	23 8:30耐用消费品订单**	24	25 8:30 失业者诉求**	26 8:30国内生产总值*** 8:30个人消费支出指数***
29	30 10:00消费者期望（美国咨商会）***	31 10:00芝加哥采购经理人**		

注：星号数量代表对市场的重要性（***表示最重要）。

管理供应协会对制造企业的250个采购部门进行调查，询问这些企业的订单、生产、就业或其他指标的上升和下降情况，然后根据这些数据编制指数。如果该指数达到50，就表示一半的经理人报告生产力指数上升，而一半经理人报告生产力指数下降。指数达到52或53则充分显示经济正处于扩张状态，如果指数达到60或者3/4的经理人报告指数上升，就表明经济处于强劲增长状态。相反，指数低于50则表明制造业部门萎缩，而低于40就是经济衰退的信号了。在该报告发布2天以后，也就是每月的第3个工作日，管理供应协会还会发布一个服务业部门的类似指数。

此外，政府或私人机构还会发布其他一些关于制造业经济形势的即时经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济报告。芝加哥采购经理人报告一般在每个月的最后一个工作日发布，刚好在全国采购经理人指数发布前一天。由于芝加哥地区制造业种类十分齐全，所以在大约2/3的时间里芝加哥指数与全国指数的变化方向是一致的。

另外，如果你想提早一些了解经济状况，还可以参考消费指标：一个由密歇根大学发布，另一个则由国家咨商会发布。这些调查主要关注消费者当前经济状况和对未来的预期。国家咨商会的调查通常在每个月的最后一个星期二发布，公众普遍认为这是一个较好的消费支出预测指标。多年来，密歇根大学的指标都是在国家咨商会指标发布以后才发布，但是迫于公众希望早些获得经济报告的压力，该大学不得不在国家咨商会公布指标之前提前发布一个初步预测报告。

通货膨胀报告

虽然就业报告一直占据着经济增长新闻的头条，但市场深知，美联储同样也很关心通货膨胀数据，因为通货膨胀是中央银行在长期内可以控制的一个主要变量。通常从每月中旬发布的通货膨胀数据中就可以感受到通货膨胀的压力。

第一个月度通货膨胀数据是生产者价格指数（PPI），生产者价格指数创建于1902年，在1978年以前被称为批发价格指数，是政府发布的最古老的统计数据。

生产者价格指数衡量的是生产者在将产品出售给顾客之前，采购原材料阶段的价格。在PPI中，资本品价格占25%，能源价格占15%，其中不包括服务价格。国家在发布PPI数据的同时，也会公布中间产品和原材料产品的价格指数，这两个指数都是生产最初阶段通货膨胀的预测指标。

第二个月度通货膨胀数据是消费者价格指数（CPI），通常在生产者价格指数的第二天发布。消费者价格指数包括所有服务和商品的价格，服务主要包括租赁、物业、运输和医疗服务。目前服务产品价格占消费者物价指数比重的一半以上。

消费者价格指数被认为是衡量通货膨胀的基准。无论纵向还是横向进行价格水平比较，消费者价格指数都是必选。消费者价格指数也是许多私人和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公共合约包括社会救济和政府税级的参考指标。

在这两个指数中，消费者价格指数对金融市场的影响可能比生产者价格指数更大一些，因为消费者价格指数的应用范围更加广泛，政治意义也更大。但是许多经济学家认为其实生产者价格指数对早期价格变动趋势更为敏感，因为通货膨胀一般首先表现在批发价格而非零售价格上。

核心产品通货膨胀

对于投资者来说，重要的不仅仅是总通货膨胀率，还有剔除了粮食和能源价格的通货膨胀水平。因为天气对粮食价格影响很大，所以1个月内粮食价格的变化对总通货膨胀变化趋势来说并没有什么意义。同样，石油和天然气的价格波动也取决于天气状况和瞬间的供给变动，而这种临时性的交易通常不会持续几个月以上。为了让通货膨胀指数能够更加确切地衡量通货膨胀的长期、稳定变化趋势，政府还会公布一个核心产品消费者价格指数和生产者价格指数，将粮食和能源价格剔除在外。

对于中央银行来说，核心产品通货膨胀指数更加重要，比起包含了粮食和能源价格的总指数而言，该指数更能反映通货膨胀的变动趋势。预言家通常比较容易预测核心产品通货膨胀率。总通货膨胀率一般会受到粮食和能源部门价格波动的影响。所以一般有0.3%的预测误差并不严重，但是如果核心产品通货膨胀率预测误差达到0.3%，就会对金融市场产生严重影响。

美联储前主席格林斯潘和现任主席伯南克都极力推崇的通货膨胀指标是个人消费支出平减指数（PCE），该指数是根据GDP账户中的消费品部分计算出来的价格指数。与消费者价格指数不同的是，PCE指数还包括雇主和雇员所支付的医疗保险支出。

劳动力成本

其他重要经济报告显示，劳动力成本与通货膨胀密切相关。BLS每月发布的就业报告包括小时工资率，该报告反映了劳动力市场的工资压力。因为劳动力成本约占公司生产成本的2/3，所以，如果小时工资上升，而产量没有上升，那么劳动力成本的上升就会带来通货膨胀。

除此之外，政府在每个季度还会发布劳动力成本指数（ECI）。该指数包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

括劳动福利成本和工资成本。美联储认为，比起小时工资来说，该指数是预测通货膨胀的更重要的指标，所以金融市场对该指数的关注也较多。

通货膨胀对金融市场的影响

下面一段话总结了通货膨胀对金融市场的影响：

> 低于预期的通货膨胀报告会降低利率，促进债券和股票价格的上升；而高于预期的通货膨胀报告会提高利率，从而导致债券和股票价格下跌。

毫无疑问，通货膨胀会降低债券收益。债券属于固定收益资产，所以其未来现金流不会因为通货膨胀而上升。当通货膨胀上升时，债券持有者就要求提高利率来保护其货币购买力。

高于预期的通货膨胀报告对股票市场也相当不利。正如第11章提到的，短期内股票投资并不能规避通货膨胀风险。股票投资者知道，通货膨胀的提高会增加公司盈利税和资本所得税的有效税率，从而导致中央银行紧缩银根，提高实际利率。

中央银行政策

中央银行政策对金融市场至关重要。著名的基金经理人马丁·史维格曾经这样描述它们之间的关系：

> 股票市场就像赛马一样，有钱才能推动股票市场的运转。资金状况对股票价格有着很大的影响。事实上，货币环境——主要是利率和美联储政策的变化趋势——是决定股票市场走向的核心因素。⊖

第13章显示，华尔街历史上5次最大的股票价格上涨的4次都与货币政策有关。降低短期利率、放松银根对股票投资者来说是一个重大的利好消息。中央银行放松银根就意味着股票未来现金流的贴现率降低，同时还能刺激需求从而增加公司的未来利润。

⊖ Martin Zweig, *Winning on Wall Street*, New York: Warner Books, 1986, p.43.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章显示，过去半个世纪以来，美联储的紧缩银根政策往往导致下一年的股票回报率降低，反之亦然。尽管如今联邦基金利率的改变对股票3～12个月回报率的影响不像过去那么大了，但中央银行临时的间期利率调整对股市仍然具有较大的影响。2001年1月3日联邦基金利率从6.5%下降到6%，导致标准普尔500指数上升了5%，而科技股所占权重最大的纳斯达克指数涨幅更是打破了历史纪录，达到14.2%。同样，在美国次贷危机泛滥的2007年8月17日，美联储决定降低贴现率后，市场的反应也相当明显。

只有一种情况下股市的反应不甚强烈，即当央行过度放松银根使投资者担心诱发通货膨胀时。但即使是央行过度放松银根，投资者对股票的偏好也会大于债券，因为在不可预期的通货膨胀中，固定收益资产的表现将劣于股票。

小结

经济数据的发布对金融市场的影响不是随机的，而是具有经济分析基础的。强势的经济增长毫无例外地会促进利率上升，但它对股票价格的影响却是不确定的，因为利率上升的同时公司利润也在增加。但通货膨胀率的提高对股票和债券市场都是不利的。中央银行放松银根则对股票市场十分有利，我们从历史中就能发现央行的扩张政策促成了股票市场的最大繁荣。

尽管就业数据通常是影响股票市场最为重要的因素，但近年来交易者的注意力却在不断发生转移。20世纪70年代，交易者最关心的是通货膨胀报告，而在时任美联储主席保罗·沃克尔将工作重心转移到货币总量上后，每个星期四下午发布的货币供给报告便吸引了众多交易者的目光。之后在20世纪80年代美元升值时，贸易数据又成了交易者关注的焦点。当然，就业和通货膨胀报告一直都对市场具有重要影响，而中央银行对这些数据的反应可能才是市场影响因素的重中之重。

最后，我们必须注意到本章关注的是经济数据发布以后金融市场的短期反应。尽管能够观察并理解到市场的短期反应是一件令人激动的事，但除了那些善于消化市场波动的投机者以外，多数投资者仍然不能适应这些根据短期数据来安排投资策略的游戏。大多数投资者可能更善于从长远目光和整体角度考虑投资策略，进行长线投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四部分
Part4

短期股市波动

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

SHORT SELLING OI

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章

Chapter15

交易型开放式指数基金、股指期货和期权的出现

当我还是一个孩子的时候，曾经在美林证券做过收款员，每周薪水25美元，那时我听过一种古老的说法："股票期货交易是最赚钱的，但你不能通过这个营生，因为它是一种赌博。"

——里奥·梅拉米德，1988年[1]

沃伦·巴菲特认为股票期货和期权应该退出市场，我也同意这个观点。

——彼得·林奇，1989年[2]

如果有人问2006年美国哪只股票的交易量最大，你会猜哪只？通用电气？埃克森美孚？还是微软？答案会让你非常吃惊，这只交易量最大的股票发行于1993年，而且不是公司所发行的股票，它叫蜘蛛（spiders），是标准普尔500存托凭证（SPDR）的昵称[3]。标准普尔500存托凭证是代表标准普尔500指数价值的一个交易型开放式指数基金。2006年，该基金成交量达176亿份，市值超过2.3万亿美元。

---

[1] 里奥·梅拉米德是国际货币市场的创立者，该市场是世界上最成功的一些股指期货的交易市场。

[2] 摘自《彼得林奇的成功投资》。

[3] 存托凭证（Depository Receipts，DR），又称存券收据或存股证，是指在一国证券市场流通的代表外国公司有价证券的可转让凭证，属公司融资业务范畴的金融衍生工具。按其发行或交易地点之不同，存托凭证被冠以不同的名称，如标准普尔500存托凭证（SPDR）、美国存托凭证(ADR)、欧洲存托凭证(EDR)、全球存托凭证(GDR)等。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易型开放式指数基金

交易型开放式指数基金（Exchange-Traded Fund，ETF）是20年前股指期货合约首次亮相以来最成功、最具创新精神的新型金融工具。ETF通常都是由一个代表股票投资组合的投资公司发行，一天24小时在交易所里进行交易，价格由供给和需求共同决定。大多数发行于20世纪90年代的ETF通常只关注著名股指中的股票，但随着时间的推移，越来越多的ETF开始被纳入到最近被投资者所接受的指数甚至是那些交易活跃的管理基金资产组合中。

交易型开放式指数基金的成长相当迅速。2006年年底，ETF资产总额达到4 220亿美元，尽管这仅仅是资产总额为10.4万亿美元的标准共同基金的一小部分，但从2002年至今，ETF的增长率已经超过了300%。

发行于1993年的“蜘蛛”是第一只成功发行的交易型开放式指数基金。但是很快其他基金也迎头赶上了，例如“立方体”（cubes），这是在纳斯达克市值排名前100位的公司股票订单号QQQ的谐音，还有代表道琼斯工业平均指数的“钻石”（diamonds，订单号为DIA）。

这些ETF与相应的指数非常匹配，因为指定的投资机构、市场庄家和大投资者——他们通通被称为授权投资者（authorized participants）——可以买入指数中的标的股[一]，并把这些标的股转化为ETF或者把ETF转化为相应的标的股。这样一笔交易的最小额度通常为5万股，被称为最小申购份额（creation unit）。例如，一个授权投资者将5万股“蜘蛛”转手给美国道富银行（State Street Band&Trust），他就将获得标准普尔500指数中每只样本股一定比例的股票。这些授权投资者的存在使得ETF的价格与相应指数价值非常接近。对于像“蜘蛛”和“立方体”这类比较活跃的ETF，其买卖差价非常小，只有1美分左右。

ETF相对于共同基金而言有以下几个优势。首先，与共同基金不同，ETF可以在交易日的任何时间买卖。其次，投资者可以卖空ETF，再通过低价买回赚取利润。[二]这是投资者害怕市场下滑时对所有投资组合进行保值的一个

㊀ 标的股是指期权合约履约时将购入或售出的股票。——译者注
㊁ ETF不受“提价交易”规则（在股价下降时禁止卖空）的限制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效方法。最后，ETF享有税收方面的优势。它与共同基金不同，投资者在售出ETF或者改变资产组合比例时几乎不会产生资本利得，因为ETF和标的股之间的转换被认为是内部种类（exchange in kind）之间的转换，不涉及应税项目。本章的后续部分会讨论与相应的指数投资相比，ETF的优先和缺点。

股指期货

ETF实际上是过去50年里最重要的一种金融创新——20世纪80年代早期出现的股指期货的衍生品。尽管这些新型的ETF非常受欢迎，但是其美元交易总量仍然逊色于股指期货的交易量。大部分股指期货的交易最开始都是在芝加哥进行，但是现在更多的转移到了电子交易系统上。当投资者的热情转向ETF时，最先受到影响的是芝加哥股指期货交易，然后才是纽约的股票交易。

为了进一步理解20世纪80年代和90年代股指期货对股价的影响力有多大，需要回顾一下1992年4月13日发生的事情。那天与正常交易日没什么两样，但是到了上午11:45分，由于从芝加哥河到金融区的地下管道破裂，造成了巨大的泄漏，引起大范围的能源中断，芝加哥两个大型的期货交易市场——同业公会和商品交易所宣布关闭。图15-1反映了道琼斯工业指数和标准普尔股指期货当天的变化。芝加哥期货交易一中止，股票市场就大幅下挫。

当时的情形是，如果芝加哥期货交易回天乏术，那么纽约股票交易也就没有回升的可能了。就在芝加哥期货交易市场关闭的当天，纽约股票交易所的成交量下降了25%以上；一些交易者声称如果期货交易市场仍然不开放，就会产生资金流动性问题，从而影响纽约股票交易的交易。但纽约奥本海默联合公司(Oppenheimer&Co)的市场分析师迈克尔·梅斯却认为："市场目前的表现十分不错，相当的平静，让我不由得想起了在程序化交易商进入市场之前华尔街的太平盛世。"㊀

㊀ 如今电子交易的广泛使用使15年前芝加哥期货交易中止所引起的股市瘫痪局面不会再发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

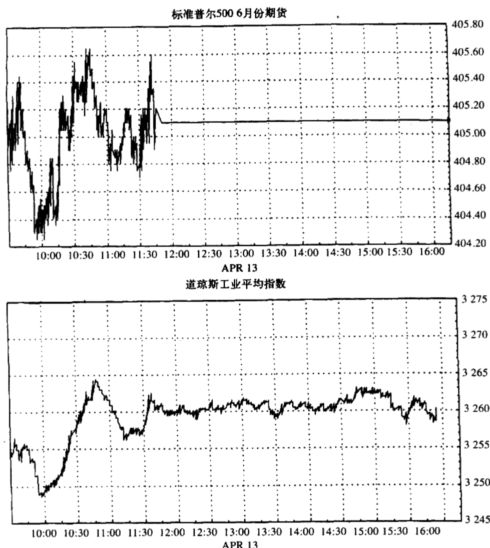


图15-1 1992年4月13日股指期货停止交易

资料来源：Bloomberg L.P.

投资者耳熟能详的这些程序化交易商究竟是什么人，他们到底是做什么的？纽约股票交易所大厅里到处都是传送交易指令和进行交易的人，但是在20世纪80年代中期，仅在股指期货引入后没几年，交易大厅里就多了许多能够自动打印买卖凭单的机器。自动机器上的这些交易指令几乎都是由指数期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货套利商发出的——这些套利商也就是程序化交易商，是利用芝加哥股指期货和纽约相应指数构成股票之间的价格差进行套利的投资商。

股票交易大厅里的繁荣景象意味着芝加哥期货市场变化很快，而纽约股票交易所的股票价格也会因此迅速变化。这是一种“灾难”即将来临的警示——就像圣经中蝗虫的叫声预示着粮食将被大量糟蹋而导致饥荒的来临。20世纪80年代和90年代初，几次大幅度的股价下跌都发生在计算机执行期货市场交易指令以后。

短期内，股票价格总体水平的变化不是来源于华尔街，而是芝加哥商品交易所所在的瓦克尔大道。纽约股票交易所的专业经纪人，也就是那些对某只特定股票进行监督的交易员，每天都在密切关注期货市场，试图从中发现股价的走向。这些交易员从他们以往的经历中获得了一个深刻的教训，那就是当股指期货变化迅速时，千万不要与之背道而驰。如果他们这样做，就可能永无翻身之日了。就像1987年10月19日那天，道琼斯指数下跌近23%，好几个专业经纪人的职业生涯就这么葬送了。

期货市场的基础

大多数投资者认为股指期货和交易型开放式指数基金都是内部交易的证券，与股票买卖市场没有多大联系。许多对这些新的金融工具没有任何了解的投资者也同样能够在股市上获得较好的收益，但是如果投资者不理解股指期货和ETF，就不能很好地理解市场的短期走向。

期货交易的历史可以追溯到几百年以前。期货这个词原意是指承诺在未来某个时间以某个特定的价格买入或卖出某种商品。期货交易先应用在农产品贸易上，农民希望其农产品价格在收割之前就能得到保证。买卖双方都想避免不确定性因素带来的风险，所以他们可以就未来交易的价格达成协议。要求履行这些协议的买卖契约（即期货合约）可以自由转让，当这种转让变得非常广泛时，期货市场就形成了。

1982年2月，堪萨斯城商品交易所（Kansas City Board of Trade）创立了第一只股指期货，包含了价值线指数（Value Line Index）中的约1 700只股票。两个月以后，在芝加哥商品交易所里，基于标准普尔500指数的世界最为成功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股指期货发行。至1984年，标准普尔500指数期货的美元交易额便超过了纽约股票交易所里所有股票的交易额。如今，标准普尔500指数期货每天的交易额高达到1 000亿美元。

所有股指期货价格的形成机制都是相似的。站在卖方的立场，标准普尔500指数期货承诺在未来某个时间——结算日——卖出价值标准普尔500指数点数固定倍数的股票；站在买方的立场，标准普尔500指数期货同样承诺在未来某个时间买入价值标准普尔500指数点数的固定倍数的股票。在标准普尔500指数期货中，该倍数为250，也就是说如果标准普尔500指数为1 400点的话，合约的价值就是35万美元。1998年，期货合约规定的最小倍数为50（被称为e-mini），而且该交易是通过电子交易市场完成的。这些“迷你”期货合约的美元交易量至今为止已经大大超过了标准规格期货合约的交易量。

期货合约每年有4个结算日，每两个结算日之间的间隔时间相等，分别是3月、6月、9月和12月的第三个星期五。每个结算日都对应着一份期货合约。如果你买入一份期货合约，在结算日，就要计算标准普尔500指数在结算日与购买日之间的价格差，如果价格差为正，你就能获得价值为该价格差250倍的收益；相应地，如果该价格差为负，你就要支付相同的资金。

举个例子来说，如果你在标准普尔500指数为1 400点时买入了一个9月份的期货合约，而9月的第三个星期五时标准普尔500指数达到1 410点，那么你就可以获得2 500美元的收益（250×10）。当然，如果在结算日标准普尔500指数跌到1 390点，你就会损失2 500美元。也就是说，标准普尔指数向上或者向下变动1个点，你就将获利或损失250美元。

标准普尔500指数期货合约中的卖方的收益和损失与买方恰好完全相反，当指数下跌时，卖方盈利。在上述例子中，如果标准普尔500指数在9月的第三个星期五时上升到1 410点，那么卖方损失2 500美元，如果指数下跌到1 390点，则盈利2 500美元。

股指期货如此受欢迎的原因之一在于其独特的结算程序。期货合约都是标准化的，如果买入或者卖出一份期货合约，就必须在结算日对合约中标明的特定标的物进行交割。许多杜撰的有关期货合约的小故事中，有些交易者忘了履行合约，发现在结算日当天自己门前的草坪上堆满了小麦、玉米或者冻猪肉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果商品交割原则适用于标准普尔500指数期货合约，那么交割时就要求双方拥有一定数量的指数中的500家公司的股票。很明显，这是不合理的，而且会提高交易成本。为了避免这个问题，股指期货合约的设计者制定股指期货采用现金交易，而交易中的现金额等于合约买卖日和结算日之间的差价，交易中不发生实际股票交易。如果一个交易者在计算日之前没有履行合约，那么只需在结算日借记或者贷记其账户。

股指期货现金结算方式的创立并不是一件容易的事。美国很多州，特别是大量期货交易所在地的伊利诺伊州就曾经认为现金交易的期货合约是一种赌博——除非在某种特殊环境下，否则赌博都是违法的。1974年，国会创立了一个联邦机构——商品期货交易委员会来规范所有的期货交易。自此，期货交易就由这个新的联邦机构进行管理，由于联邦并不禁止赌博，所以限制期货合约现金交易的州法律就失效了。

股指套利

期货市场上的商品（或者金融资产）价格并不会完全脱离相关商品的价格。如果一份期货合约的价值大大高于开放市场（被称为现金或者现货市场）中现货商品的价格，那么交易者就可以买下该商品并储存下来，然后在结算日高价卖出获取高额利润。相应地，如果一份期货合约的价格大大低于现货商品价格，那么该商品的所有者就会立即卖出商品，购买期货合约，然后在将来以较低的价格买入该商品——实际上，就是从存货差价中赚取利润。

根据期货合约价格买卖商品的这样一个过程就是套利的一种。套利的交易者就是利用了相同或类似商品或金融资产在短时间内的差价获取利润，这些交易者被称为套利商（arbitrageurs）。

套利在股市期货市场和ETF市场上都非常普遍。当期货合约的价格大大超过了相应的标准普尔500指数的价值时，套利商如果买入相关股票，卖出期货合约就能获利。如果期货价格低于指数价值，套利商就会卖出股票，买入期货合约。当交割日到来时，期货价格必须等于合约规定的指数价格，所以期货价格和现货指数价格之间可能存在一定的差价——如果这个差价为正就称为溢价，如果为负就称为折价——正是这个差价让套利商有利可图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ETF中的套利也与之类似，但是在ETF中，套利商必须买入或者卖出指数中的所有股票，同时在公开市场上对ETF进行一个反向交易。在ETF市场上，当套利商为了创建ETF而买入的股票价格低于其通过出售ETF而获得的价值时，就可以获利；相反，如果出售指数中的股票所获得价值超过了购买ETF的成本时，套利商就会买入ETF，并将它转换为相应的标的股票，然后在公开市场上出售。

指数套利已经成为一种精妙的艺术。股指期货和ETF的价格一般围绕指数价值小范围波动，而指数价值则以标的股票价格为基础。当买入或者卖出股指期货或ETF的行为导致其价格超出了这个范围时，套利商就会趁机而入，短期内大量买卖该指数的标的股票。这些同时进行的买卖行为被称为程式交易（programmed trading），包括买空投机（buy programs）和卖空投机（sell programs）。当市场评论员谈到“卖空投机严重影响市场”时，就是指指数套利商大量抛售股票而买入折价的期货或者ETF。

根据全球期货交易系统预测纽约股票交易所的开盘价

尽管股指期货交易市场在美国东部时间下午4:15就关闭了，仅仅比纽约股票交易所的关闭时间晚了15分钟，但是4:30一个名叫全球期货交易系统（Globex）的电子交易市场会重新开盘。Globex没有专门的交易大厅，交易者将其买卖价格输入计算机，所有的当事人都会立刻获得相关的信息。Globex的交易从下午4:30一直持续到第二天上午9:15，15分钟以后，纽约股票交易所再次开盘。㊀

在纽约股票交易所和纳斯达克股票交易市场的正规交易结束后，指数期货交易就会活跃起来。特别是在每个季度的最后一周，正是许多公司公布其盈利报告并对其未来的利润和收入进行预测的时候，指数期货交易愈发活跃。到了夜间，如果没有什么重大新闻的话，指数期货交易会相对缓和，除非东京或者欧洲股票市场发生重大变化。在第二天早上8:30左右，指数期货交易会重新活跃起来，因为那时正是就业报告和消费者物价指数等政府经济数据的发布时间。㊁

㊀ 在第13章，我们已经看到了2001年9月11日上午的恐怖袭击以后标准普尔500指数期货的反应。
㊁ 在第14章，我们提到1996年7月5日，强势就业报告发布以后，在Globex交易的标准普尔500指数期货大幅下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场研究员可以根据Globex中交易的标准普尔、纳斯达克和道琼斯指数预测纽约股票交易市场的开盘价。这些指数期货的公平市场价值（fair market value）就是根据股票期货和现价之间的套利条件来计算的。

期货合约的公平市场价值取决于市场开盘时的当前指数价值和收盘时的指数价值。由于各方面的新闻源源不断，因此期货价格可能在一夜之间发生变化，可能高于收盘时计算的公平市场价值，也可能低于这个值。例如，如果收盘后的实际利润报告高于预期水平，那么期货价格就会高于前一天收盘时计算的公平市场价值。期货价格与公平市场价值之间的差价是预测股票交易市场开盘价的最好工具。许多金融新闻频道通常都会公布标准普尔500、道琼斯和纳斯达克指数期货整夜的交易情况，以便将可能的市场开盘价及时告知投资者。

公平市场价值的计算公式一般会考虑两个变量：股票的股利收益率和利率。如果投资者买入一定量的无风险债券，那么其所获得的就是根据不断变化的利率计算的利息收入；相反，如果投资者买入了一个股票组合、同时卖出1年期的期货合约，保证从现在到1年后这些股票价格不会下跌，那么该投资者将会获得股票产生的股利收益以及股票期货价格和现价之间的差价。

因为这两种投资都要实现一个无风险的总收益，所以它们的回报率也应该相同。这就意味着股票的期货价格应该大于现价，并足以补偿股票收益和债券收益之间的差价。换言之，期货价格应该比现价高出$i-d$（用百分比计算），也就是利率减去股利收益率的值。[⊖]

双重魔力时间和三重魔力时间

在期货合约到期日，股指期货对股票价格的影响非常微妙。要想成功地实现指数套利，就必须同时进行一个与期货合约相反的股票买卖。在期货合约到期日的同一时间，套利商必须放弃其股票头寸。[⊜]

股指期货合约在3月、6月、9月和12月的第三个星期五到期。指数期权和

⊖ 如果股利收益率高于利率，那么期货价格就会低于现价。

⊜ 头寸是一种市场约定，承诺买卖股票合约的最初部位，买进股票合约者是多头，处于盼涨部位，卖出股票合约为空头，处于盼跌部位。头寸可指投资者拥有或借用的资金数量。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个股期权（我们将在本章的后续部分进行讨论）的结算日则是每个月的第三个星期五。因此一年中有4天的时间三种类型的合约同时到期，这4天里的市场价格波动非常大，所以这4天又被称为三重魔力时间（triple witching hour）。而除去股指期货的另外8天则被称为双重魔力时间（double witching），市场在这8天里的波动性较小。

其实在双重魔力时间或者三重魔力时间里发生的市场波动并不难理解。在这些特定的时间里，无论价格是多少，只要客户发出指令，纽约股票交易所的专业经纪人和纳斯达克交易市场上的交易员就必须在收盘时买入或者卖出大宗股票，因为那时机构投资者都会清空他们的股票头寸。如果买入指令较多，价格就会上涨；而卖出指令占上风的话，价格就会下跌。但是，这些价格变化并不会对套利商造成什么影响，因为他们在期货头寸上获得的利润可以弥补股票头寸的损失，反之亦然。

1988年，纽约股票交易所促使芝加哥商品交易所改变了其交易程序，在星期四收盘时停止期货交易，并用星期五开盘价代替收盘价作为合约交割价格。这个改变让专业经纪人有更多的时间平衡买卖报价，同时也在很大程度上缓和了三重魔力时间里股票价格的波动。

保证金和杠杆率

期货合约受欢迎的其中一个原因是交易所需的现金仅占合约本身价值的一小部分。不像股票交易，买卖期货合约时，买家和卖家之间没有现金流动。在期货交易中，经纪人仅需买卖双方缴纳一定数额的信用担保金，被称为保证金，以确保双方在合约到期日按时履行合约。以标准普尔500指数为例，目前的初始保证金是合约价格的5%。该保证金会以国库券的形式储存起来，利息归投资者所有，所以期货合约的交易既不涉及现金转移也不涉及利息收入的损失。

杠杆率，或者说投资者所掌握的股票价格总额与投入期货合约的保证金总额的比率非常大。以标准普尔500指数期货合约为例，投资者每投入1美元（或者国库券）的保证金大约可以支配20美元的股票。对于日交易而言，如果投资者在收盘时平衡了头寸，那么所需的保证金还可以大大减少。与1974年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以来实行的个股交易需要缴纳50%的保证金相比，该保证金已经相当低了。

这种用1美元控制20美元股票甚至更多的能力让我们回想起了20世纪20年代最小保证金建立以前投机盛行的情形。20世纪20年代，个股交易通常只需要缴纳10%的保证金，所以当时借贷投资非常盛行，因为只要市场处于上升阶段，就几乎没有人会亏损；但是如果股市突然下跌，那些保证金的购买者不仅会损失股权，还会欠经纪公司一大笔钱。同样，以较低的保证金买入期货合约也可能导致相似的结果。我们将在第16章讨论低保证金将如何加强市场波动性的问题。

如何利用ETF或股指期货

使用ETF或者股指期货可以在很大程度上增加投资者资产组合的灵活性。假设一位投资者已经在某些个股买卖中获得了利润，但他现在担心市场会发生变化，而且卖掉股票也不是最优选择，因为这样需要缴纳大量的税款。

此时，利用ETF或者股指期货就可以很好地解决这个问题。投资者在继续持有个股的同时，可以卖出与其所有股票组合等值的ETF。如此一来，即使市场下跌，投资者在ETF上的盈利也可以弥补其在个股上的损失。如果市场不跌反升，那么他也可以用个股的盈利来弥补ETF的损失，这个过程叫做对冲股市风险（hedging stock market risk）。由于投资者没有对其持有的个股进行买卖，因此也就不需要缴纳任何税款。

ETF的另一个优势是，即使投资者不持有任何股票，也可以从市场下跌中获得利润。用出售ETF来代替卖空股票，或者说卖出那些投资者并非实际拥有其预期价格会下跌的股票，然后再以低价买回。当股价下跌时，卖出ETF比卖空股票组合更方便，因为如果股价正在下跌的话，股票组合是不能被卖空的，而ETF则不受此限制。

指数化投资的分配策略：ETF、股指期货或指数共同基金

随着股指期货和ETF的发展，投资者想要使自己的投资与某些股票指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相匹配，有3种选择：交易型开放式指数基金、股指期货和指数共同基金。⊖表15-1对这3种投资的重要特点进行了比较。

表15-1 指数化投资工具特点的比较

	ETF	股指期货	指数共同基金
是否可持续交易	是	是	不能
是否可以卖空	是	是	不能
杠杆率	可以借入50%	可以借入90%以上	0
费用率	非常低	无	非常低
交易成本	股票佣金	期货佣金	无
股利再投资	可以①	不行②	可以
避税优势	非常好	不好	非常好

① 取决于经纪人公司政策。
② 股利计入价格。

就交易的灵活性来说，ETF和股指期货要远远优于共同基金。ETF和股指期货可以在交易日的任何时间买卖，即使交易时间结束，也可以在Globex或者其他电子交易系统上继续进行买卖。相反，共同基金只能在收盘的时候进行买卖，而且投资者的交易指令必须在几个小时之前发出。当股价下跌时，ETF和股指期货可以对股票组合进行对冲保值或者投机盈利，而共同基金则不行。ETF交易需要的保证金与所有的个股相同（目前美联储的规定是50%），而股指期货的杠杆率最高，由此投资者可以控制相当于保证金金额20倍或者更多的股票。

ETF和股指期货的交易灵活性对投资者而言有利也有弊。投资者因为很容易对持续不断的好消息或者坏消息产生过度反应，从而冲动地低价卖出或者高价买进。而且，卖空股票（除了对冲保值）和利用杠杆率的能力让投资者容易偏向于短线投资。这是一个非常危险的游戏。对于大多数投资者而言，限制交易的频繁性和降低杠杆率有利于增加总体回报率。

在交易成本方面，这些工具的成本都非常低。指数共同基金每年的交易成本仅为20个基点或者更低，而大多数ETF也都低于这个水平。但是ETF和股指期货都必须通过经纪人进行交易，所以必须向经纪人支付佣金和买卖报价的差价，不过对于这两种交易活跃的金融工具而言，这部分成本是相当小的。另一方面，大

⊖ 指数共同基金将在第20章具体阐述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分指数基金都按净值交易，也就是说在买卖时无需支付佣金，而且，尽管股指期货没有年度成本，但期货合约每年都要更换新合约，从而产生另一种成本。

在有效避税方面，ETF最具优势。由于ETF的结构使然，它产生的资本利得非常少。指数共同基金同样也具有税收优势，不过因为投资者在赎回其基金份额或者将某只个股从指数中移出时，必须从基金中卖出资产组合中的个股，因此会产生资本利得。尽管大部分指数共同基金的资本利得数额都很小，但相对于ETF而言，已经算比较大了。[⊖]而股指期货则没有什么税收优势，因为无论期货合约是否买卖，每年末的所得和损失都必须兑现。

当然，如果投资者的这些基金是在一个免税账户里进行交易的，例如个人退休金账户（IRA）或者基奥计划（这些账户不允许进行期货交易），那么ETF和指数共同基金之间的这些税收差异就无关紧要了。但是，如果这些基金的交易是在一个应税账户中进行，那么ETF的税后回报率就会比最具税收优势的指数共同基金还要高。

选择上述指数化投资工具的基本原则是，除非你想进行投机或者充分利用杠杆率，否则就不要选择股指期货。但是，如果你希望对市场变化方向进行投机，我建议你采用股指期权，它可以将你的损失控制在一定范围内，我们将在下面讨论这个问题。

持有ETF还是持有低成本的指数共同基金，是一个两难的选择。如果你频繁地进出市场（我不推荐这种方式），那么ETF十分适合你；如果你一个月做一次投资调整，并希望股利能够自动再投资，那么不需要支付佣金的指数共同基金就是最好的选择。但是，最近几年来，只要你对经纪公司做出声明，股票和ETF的股利也可以进行自动再投资。ETF的这些发展使其相对于指数共同基金的优势进一步扩大了。

股指期权

尽管ETF和股指期货对于专业投资者和投资机构非常重要，但期权市场也吸引了众多投资者的目光。这一点都不奇怪。期权的迷人之处已经包含在

⊖ 1997～2006年，"蜘蛛"（标准普尔500ETF）不再产生资本利得，而先锋500指数基金的资本利得也仅为几个基点（2000年起不再产生）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其名称里了：你有权利在一个特定的时间里按照给定的价格买入或者卖出股票或者股票指数，但是这并非你的义务。期权与期货不同，它可以自动将你的损失控制在投资额度以内。

期权主要有两种：看跌期权和看涨期权。看涨期权赋予期权买家在双方约定的时间里以一个固定的价格买入一只股票（或者多只）的权利。而看跌期权则赋予期权交易者卖出股票的权利。个股的看涨期权和看跌期权已经存在几十年了，但有组织的交易是在1974年芝加哥商品交易所成立以后才开始的。

看涨期权和看跌期权吸引投资者的原因在于它们可以控制投资者的损失。如果市场走向有利于期权买家，那么他可以放弃买入或者卖出股票的权利，损失的仅仅是购买期权时的费用，这与期货合约有明显的区别。在期货合约中，如果市场走向不利于买家，买家的损失会迅速扩大。在一个波动性很大的市场里，期货风险可能非常大，而且如果投资者不履行合约，就必须支付大额赔偿。

1978年，芝加哥商品交易所开始进行标准普尔500等重要股票指数的期权交易。[⊖]芝加哥商品交易所的期权交易乘数为100美元——小于标准普尔500指数期货250美元的乘数。

股指期权赋予投资者在一个约定的时间按照给定的价格买入股票指数的权利。假设标准普尔500现在为1 400点，你相信股价还会向上攀升，所以支付了3 000美元购买了一个时间为3个月的看涨期权，合约中约定的价格为1 450点。在这里，购买期权支付的费用被称为期权费，期权合约到期日约定的价格——这个例子中为1 450点——被称为执行价格。你可以在接下来的3个月内的任何时间执行期权，只要标准普尔500指数的价格比1 450高出1点，你就可以获得100美元的收益。

期权市场非常灵活，如果投资者不能获利，可以选择不执行期权，也可以在到期日之前将持有的期权卖给其他投资者。在上述例子中，如果你在到期日仍然持有期权，那么标准普尔500指数必须涨到1 480点才能获利，因为你支付了3 000美元的期权费。但是期权的迷人之处就在于，如果你对市场走

⊖ 事实上，标准普尔500指数中最大的100只股票——"标准普尔100"是当时交易最为活跃的指数期权。标准普尔500指数的期权交易更多地受到机构投资者的欢迎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向预测错误，你的最大损失也只是最初支付的3 000美元的期权费。

指数看跌期权的原理与看涨期权完全一样，但是在看跌期权的情况下，市场下跌才能让买方获利。假设你在标准普尔500指数为1 350点时买入一个看跌期权，期权费为3 000美元，如果到期日标准普尔500指数比1 350点低1个基点，你就能获得100美元的补偿。如果到期日指数跌到1 320点，那么你就达到损益平衡了。而市场价格只要低于1 320点，你就能盈利。

期权费的大小由市场决定，同时也取决于其他许多因素，包括利率和股利收益率，但是其中最重要的因素是股市本身的波动性。显然，市场波动性越大，买入看涨或者看跌期权的费用就越大。在一个低迷的市场中，股价变动幅度不会太大，所以期权的买方也不可能获得太大的利润。如果预期市场持续低迷，那么期权费就会比较低；相反，在一个波动较为剧烈的市场里，期权卖方会根据到期日可能的价格来要求期权费。⊖

期权费的大小取决于期权买方对期权到期时按照约定价格买入或者卖出股指的可能性大小的判断。20世纪70年代，经济学家费雪 · 布莱克和迈伦 · 斯科尔斯第一次提出了期权定价的数学公式，大大推进了期权定价理论。布莱克–斯科尔斯公式（Black-Scholes formula）的提出非常及时，使得投资者在对期权估价时不再仅仅依靠直觉，而能做到有据可依。这个公式在世界范围内得到广泛应用，许多投资者的掌上计算器和个人电脑上都安装了这个计算公式。虽然该公式还有需要改进之处，但实证研究表明，布莱克–斯科尔斯公式计算出的期权价格与实际非常接近。迈伦 · 斯科尔斯就曾在1997年凭借该发现获得了诺贝尔经济学奖。

买入股指期权

实际上，相对于股指期货和ETF而言，期权是一种更为基础的金融工具。你可以用期权来复制任何期货或ETF，但是反过来就不行。期权给予投资者更多的投资策略选择。期权投资者的策略可以非常激进，也可以非常保守。

假如投资者希望规避市场下跌的风险，他可以买入一个指数看跌期权，当股市下跌时，其价值就会上升。当然，你必须为此支付一个与保险费类似的期权费。如果股市没有下跌，那么投资者就会损失期权费。但是如果股市

⊖ 第16章我们将会讨论著名的“VIX”期权价格波动率指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的确下跌了，那么投资者在看跌期权上的收益就会在一定程度上——即使不能全部——弥补其股票资产组合的损失。

看跌期权的另一个优势是投资者可以根据其所期望的资产保护程度购买相应的期权。如果投资者希望弥补股市崩溃带来的损失，那么就可以购买价外（执行价格远远低于目前市场价格水平）看跌期权。这种期权只有在股价大幅下跌时才会被执行。另外，投资者也可以买入一个在价（执行价格高于目前市场价格水平）看跌期权，即使股市没有发生下跌，期权也具有一定价值。当然，这种期权的期权费就会高得多。

历史上有很多购买看涨期权和看跌期权而获得巨大收益的例子，但是在每个赢得巨大利润的期权背后，也有上千个期权执行时一文不值。一些市场分析师估计，大约85%的期权投资者最后都处于亏损状态。期权买方不仅要准确判断市场走向，还要把握买卖时机，对执行价格的选择也必须合理。

卖出股指期权

当然，有人买入期权，也就有人卖出期权。看涨期权的卖方通常都认为期权买方不可能从市场价格上涨中获利。看涨期权的卖方通常是盈利的，因为大多数期权到期时就不值钱了。但是当市场走向不利于期权卖方时，他们的损失可能会非常大。

因此，大多数看涨期权的卖方都是那些同时持有股票的投资者。这个名为买入并卖出（buy and write）的策略受到许多投资者的欢迎，因为它几乎是一个双赢策略。如果股价下跌，卖方可以从看涨期权的买方那里获得期权费，这比没有卖出期权要好得多；如果股价不发生变化，他们也可以从买方处获得期权费，同样获利；如果股价上涨，看涨期权的卖方从股票上获得的收益也会高于他们卖出期权所遭受的损失，所以他们的总体境况仍然是不错的。当然，如果股价大幅上涨，卖方可能失去盈利的好机会，因为他们出售股票的价格是一定的。在这种情况下，期权卖方在没有卖出期权时获得的收益最大。但是，与不持有任何股票相比，他们仍然是盈利的。

如果说看跌期权的买方是那些确定股票价格会下跌的投资者，那么卖方是什么样的投资者呢？主要是那些只有在股价下跌时才愿意买入股票的投资者。一个看跌期权的卖方可以获得期权费，但是除非股价降到执行价格以下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否则他们是不会卖出股票的。因为看跌期权的卖方没有看涨期权的卖方多，所以执行价格远低于目前市价水平的看跌期权的期权费通常很高。

指数衍生品的重要性

20世纪80年代股指期货和期权的发展对于投资者和基金经理人来说非常重要。道琼斯工业平均指数中的那些高度资本化的企业的股票由于具有高度流动性，使得企业能够募集大量资金。但是有了股指期货之后，普通投资者也能够购买那些重要指数中的全部样本股票了。

20世纪90年代，交易型开放式指数基金的出现让投资者能够以较低的成本在股市中进行多样化组合投资。这些ETF与股票的特性相似，同时具有股指期货的高流动性和避税优势。如今投资者想要在股市中占据一席之地，股指期货或者ETF都可以帮助他们达到这个目标。股指期权则让投资者在最低成本的条件下确保其资产组合的价值，并节约交易费用和应纳税款。

尽管某些著名的投资者如沃伦·巴菲特和彼得·林奇都反对这些金融衍生品，但是至今为止仍然没有证据显示这些产品导致市场波动性增大或者给投资者带来了危害。事实上，我相信这些金融衍生品可以增强世界股票市场的流动性，促进投资者的多样化组合投资，并带动股票价格上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章
Chapter16

市场波动

危机在中文里包含两种意思：一种是危险，另一种则是机会。

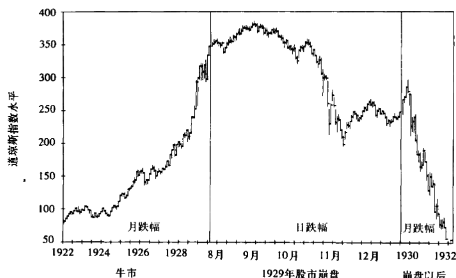
图16-1对1922～1932年和1980～1990年的道琼斯工业平均指数进行了比较，这两次牛市具有不可思议的相似性。1987年10月，《华尔街日报》的编辑在从未完成的图16-1b中发现了两者富有启发的相似性，于是在报纸上发表了一篇文章对两者进行了比较。但他们万万没有想到这篇文章会给股市带来多大的冲击，1987年10月19日发生了美国股市历史上最大的一次下跌，跌幅甚至超过了1929年10月29日的股灾。在这一年剩下的日子里，市场像1929年一样继续下跌。在充分认识了两次股灾的相似性之后，许多经济预测家纷纷肯定灾难即将来临，都建议其客户抛空所有的股票。

但是到1987年年末，两者之间的相似性便不复存在了。1987年10月市场衰退后不久就重新开始复苏，并在1989年8月达到新高。而1929年10月的股市崩溃却不同，在股灾发生后的两年中，美国股市都一直处于大熊市中，道琼斯指数下跌近2/3，而且跌幅大有超过2/3的架势。

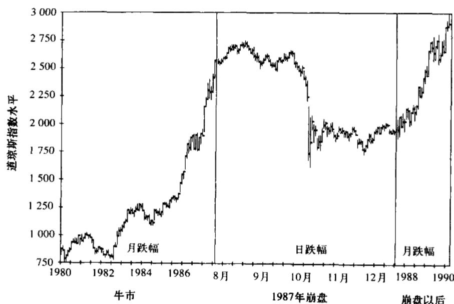
这两个时期的区别在哪里呢？为什么前期惊人的相似，而后期却又出现了如此大的差异？答案很简单，1987年中央银行有权控制货币供应量，而这恰好是保持经济流动性的最重要的原因。而且，与1929年不同的是，在面临股市崩溃时，中央银行毫不犹豫地采用了控制货币供应量的手段。1987年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储在吸取了20世纪30年代的惨痛教训后，不定期地增加流通中的货币供给，并承诺给予所有商业银行贷款支持，以确保金融系统各方面正常运转。



a) 1922～1932年



b) 1980～1990年

图16-1 1929年和1987年股市崩盘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储的这一举动仿佛给了公众一颗定心丸，所以当1987年股灾发生时，银行没有发生挤兑，货币供应没有收缩，而商品和资产价值也没有下降。事实上，尽管股市崩盘，美国经济本身却仍然处于扩张状态。1987年10月的股灾给了投资者一个很重要的启示——现在的情况与1929年不同了，股灾可能正是赚钱的机会而不是恐慌的时候。

1987年10月股市崩盘

1987年10月19日星期一股票市场的崩溃是第二次世界大战后金融界影响力最大的事件之一。道琼斯工业指数从2 247点下降到1 739点，下跌508点，跌幅达22.6%，这是至今为止下降点数最多的一次，也是有史以来跌幅最大的一次。纽约股票交易所成交量达到有史以来的最高水平，周一和周二的成交量就超过了6 000万，而整个恐怖一周的成交量超过了1966年整年的成交量水平。

华尔街股市的崩溃对世界产生了很大的影响。跌幅最小的东京股市的日跌幅也达到了15.6%，并在两年以后进入了大熊市；新西兰股市下跌了近40%，而中国香港股市更是因为出现大规模股指期货违约而被迫关闭；仅仅美国一个国家的股票价值就损失了5 000亿美元，全球股价损失超过1万亿美元。这一比值放在今天的股票市场上就相当于7万亿美元，比世界上除了美国以外的任何一个国家的国内生产总值还多。⊖

这次股价下跌在被称为“黑色星期一”的10月19日之前就开始了。在前一个星期三的早上8:30，美国商务部报告说美国商品贸易逆差达到157亿美元，是美国历史上最大的商品贸易逆差之一。金融市场对此反应非常强烈，政府长期债券的收益率自1985年11月以来第一次上升到了10%，外汇市场美元大幅贬值。星期三的道琼斯工业指数下降了95点，创下当时跌幅之最。

道琼斯指数在星期四和星期五持续下跌至2 246点，下降点数超过166点。星期五下午离收盘还有15分钟时，芝加哥股指期货市场出现了大规模的股票抛售情况。指数下跌到了主要支撑线以下，导致许多投资者低价抛空自己所持有的股票，芝加哥市场出现抛售狂潮。

⊖ 2007年世界自由流通的股票价值总额为31.6万亿美元，如果我们将新兴市场国家政府持有的股票价值算在内的话，世界股票总价值会更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12月份到期的标准普尔500指数期货合约前所未有地比现货指数低了6点（大约3%），如此高的折价表明基金经理人愿意做出巨大让步以期尽早卖掉手中的股票，如果不加快出售速度，他们手中持有的股票可能就卖不出去了，损失风险更大。从星期一开盘到星期五收盘，股市经历了过去50年以来从未经历过的大衰退。

在纽约股票交易所下个星期一开盘之前，世界股票市场相当萧条。东京日经指数在一夜之间下跌了2.5%，悉尼和香港股市也发生了大幅下跌。伦敦股票交易市场上的基金经理人试图在纽约股市再次下跌之前卖空其手中持有的美国股票，导致伦敦股市下跌10%。

黑色星期一时的纽约股票交易所非常混乱。在9:30股市开盘铃声响起以后，没有一只道琼斯股票进行交易。到9:45为止，仅有7只股票进行了交易。10:30，还有11只道琼斯股票没有开始交易。本章后续部分将要描述的资产组合保险人（portfolio insurers）开始不停地抛售股指期货，试图降低其客户风险。当天下午，标准普尔500指数期货以低于现价25点（12%）的价格出售，这在以前是难以想象的。截至当天下午，纽约股票交易所的计算机系统发出了大量程序化交易的卖出指令。在最后1个交易小时内，道琼斯指数下跌了近300点，当天指数下跌总点数为508点，跌幅达22.6%。

尽管历史上把10月19日作为股市大崩盘日，但实际上在接下来的一天里——著名的“恐怖星期二”——市场表现仍然惨不忍睹。周二股市开盘之后，股价比周一的低点高了10%，但不久之后就开始迅速下滑，中午过后股价就已经比周一的收盘价还要低了。标准普尔500指数期货市场下跌至181点——比报告的股指价格低了40点（22%）。如果股指套利还起作用的话，期货价格要求道琼斯指数必须达到1 450点。在这种计算方法下，全球最大市场的股票价格不到7周以前2 722高点的50%。

在这一天里，市场几乎崩溃。纽约股票交易所虽然没有关闭，但近200只股票停止交易。芝加哥期货交易所也第一次停止了标准普尔500指数期货的交易。

唯一没有停止交易的期货市场是在芝加哥商品交易所进行交易的主要市场指数期货，它代表了与道琼斯工业指数里的样本股类似的蓝筹股。这些蓝筹股当时也进行了大幅折价销售，吸引了一些投机者大量买入。由于该市场是当时唯一开放的一个期货市场，所以买家们大量介入，导致在几分钟内，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该期货价格上涨额相当于道琼斯指数的120点，接近10%。当交易者和交易所经纪人看到大量买家重新购入蓝筹股后，纽约股价开始回升，至此，股市最为恐慌的日子终于过去了。接下来的《华尔街日报》的一份调查报告指出，期货市场是扭转股市灾难的一个关键因素。[⊖]

1987年10月股市崩盘的原因

导致这次黑色星期一股市大崩盘的并非单一因素，如战争爆发、恐怖袭击、暗杀或是破产。各种对股市的担忧情绪早就威胁美国活跃的股票市场了，如美元贬值导致的长期利率大幅上升；资产组合保险人（用来规避整体市场下跌风险的一种策略）新投资策略的快速发展，等等。后者是随着股指期货的发展而快速发展起来的，而股指期货也不过仅仅存在了6年而已。

汇率政策

1987年10月股市崩盘前汇率急剧上升的根源在于美国和其他“七国集团”国家（日本、英国、德国、法国、意大利和加拿大）为了阻止国际外汇市场上美元贬值而做出的无益行为。20世纪80年代中期，由于日本和欧洲各国大规模购买美国证券以及美国经济的强势发展，美元升值达到了一个前所未有的水平。外国投资者被美元的高利率深深吸引，而导致这种不正常的高利率的部分原因是美国史无前例的财政赤字，另一方面则是由美国经济强劲的增长势头和罗纳德·里根总统对资本进入的鼓励政策造成的。到1985年2月，美元被过分高估，美国出口商品竞争力也大大下降，其贸易条件严重恶化。2月过后，美元却一转先前的升值态势，开始急剧贬值。

美联储刚开始还在为美元汇率的急剧下降而暗自庆幸，但随着美元的持续贬值和贸易逆差的增加，他们也不由得担心起来。1987年2月在巴黎召开的各国财政部长会议讨论了如何阻止美元继续下跌的问题。各国财政部长都担心如果美元过度贬值，各国对美国的出口会受到影响，而在美元升值时期，各国对美国的出口额一直是在稳步增长的。

⊖ James Stewart and Daniel Hertzberg, “How the Stock Market Almost Disintegrated a Day after the Crash,” *Wall Street Journal*, November 20, 1987, p.1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储对于参加美元汇率稳定计划相当勉强，因为这一计划的成功主要取决于两个方面：要么贸易逆差得到改善，要么美联储提高利率。

但是，美国贸易逆差实际上并没有得到改善，反而比汇率稳定政策实施初期更为恶化。股票交易者担心贸易逆差会持续恶化，所以只有在利率进一步提高的前提下，他们才有信心继续持有美国资产。芝加哥商品交易所主席里奥·梅拉梅德在被问及导致黑色星期一的原因时曾直言不讳地说："导致这次股市大崩盘的根源在于世界各国的货币政策。"⊖

最初，股票市场对利率上涨并没有太大的反应，与世界上大多数股票市场一样，美国股市也呈现出了欣欣向荣的局面。1987年伊始，道琼斯工业指数仅为1 933点，而到8月22日，就达到了历史最高的2 725点，相当于5年前也就是1982年8月股市低谷时的250%。这5年来，全球的股票市场都取得了不俗的业绩。英国股市上涨了164%，瑞士股市涨幅为209%，德国为217%，日本达到288%，意大利更是达到了421%。

但是债券利率和股票价格的同时上涨给股票市场带来了麻烦。1987年年初，长期债券利率仅为7%，9月达到9%并且继续上涨。随着股票价格的上涨，股利收益率和盈利收益率开始下跌，债券实际收益率与股票盈利收益率和股利收益率之间的差距开始拉大，达到第二次世界大战后的最高水平。直到1987年10月19日早晨，尽管美联储将通货膨胀率完全控制在合理范围内，但长期债券收益率仍达到了10.47%。股票收益率和债券实际收益率之间差距的进一步扩大将股市推向了崩溃的边缘。

期货市场

显然，标准普尔500指数期货市场对股市崩盘也是有所影响的。由于股指期货市场的引入，被称为资产组合保险（portfolio insurance）的新型交易技术也随之被引入到资产组合管理中。

资产组合保险的字面意思与止损委托类似。如果投资者买入一只股票并希望规避损失（或者当损失发生时，尽量将损失最小化），他可以发出一个止损委托，限定一个低于当前市价的具体价格，当实际股票价格降到该价格以

⊖ Martin Mayer, *Markets*, New York: Norton, 1988, p.62.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下时，就可立即执行卖出指令。

但是止损委托并不能保证投资者在遭遇股市下跌时一定能够解套。如果股价降到了止损价格以下，那么投资者的止损委托就变成了一个市价交易委托，也就是说经纪人会在下一个最优价格时执行卖出指令。如果股价进一步下跌，那么投资者的委托执行价格就会与其预期价格相差甚远。这意味着如果许多投资者的预期止损价格都集中在一个水平，那么股价的下跌就会导致恐慌性抛售，从而造成市场混乱。

而资产组合保险人则是在持有大额多元化资产组合的同时，出售股指期货，以防止市场下跌给资产组合带来损失。资产组合保险人认为这个策略可以有效解决上述问题。的确，从表面上看，标准普尔500指数期货价格不会发生大幅下跌，世界上最大的资本市场——美国资本市场也不会发生缺少买家的情况。这就是为什么在长期利率持续上涨的情况下，美国股市还在不断上扬的原因。

但是1987年10月19日整个美国股市还是崩溃了。在10月12日后的一周内，股指市场跌幅达10%，大量卖出指令充斥整个市场。许多交易者和基金经理人迅速采用了资产组合保险策略，试图卖出股指期货来保护其客户的利益。但是在这种情况下，股指期货价格暴跌，市场上根本就没有买家，市场流动性全然丧失。

为什么大多数股票交易者曾经认为不可能发生的事情如今变成了现实？尽管股指期货的价格远远低于纽约现货价格，但投资者还是停止了其买入纽约股票交易所股票的行为。世界上最大的公司的股票也不再具有吸引力。

股市崩盘以后，资产组合保险大规模收缩。该策略在1987年10月19日股灾中的表现证明它根本就算不上一个保险策略，因为它无法确保市场的连续性和流动性。但是，保护资产组合价值还有另一个方法，那就是股指期权。随着20世纪80年代期权市场的引入，投资者可以通过购买市场指数看跌期权来规避市场下滑的风险。期权的买方根本就不需要担心股价下跌或者不能解套，因为期权合约中的股票卖出价格是早就确定了的。

当然，除了资产组合保险策略以外，还有其他导致股市衰退的原因。但是资产组合保险策略和其前身止损委托的确直接导致了股价的下跌。所有这些保险方案都根源于一个根本的交易原则：尽可能增加利润、减少损失。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价下跌时，无论是执行止损委托、股指期货合约还是一般的卖出指令，都会导致市场发生明显变化。

断路器机制

股市崩盘的影响之一就是导致作为标准普尔500指数期货交易场所的芝加哥商品交易所和纽约股票交易所开始实行新的交易规则：一旦价格变化超过一定限度，就会强制限制或停止交易。为了避免投机带来的市场混乱，纽约股票交易所规则第80条a款规定：当道琼斯工业平均指数变化超过2%时，禁止在期货市场和纽约股票交易所之间进行指数套利。[一]

此外还有一些更为重要的规则，那就是当市场大幅变化时，立即限制或者停止期货市场和纽约股票交易所交易。当标准普尔500指数期货下降幅度达到5%时，期货交易将被迫停止10分钟。如果道琼斯工业指数在下午2点以前下跌幅度达10%，纽约股票交易所就会宣布停止交易1小时。[二]如果道琼斯下跌幅度上升到20%，那么交易中止时间就会延长到2个半小时；如果下降幅度达30%，纽约股票交易所就会宣布闭市1天。[三]当纽约股票市场关闭时，期货市场交易也会中止。[四]

这些规则背后的基本原理是：交易中止可以让投资者有更多的时间来考虑目前的形势，在对快速变化的股价进行深入思考之后再调整其投资策略。交易中止的这段时间有助于买家慢慢地重回市场，同时帮助做市商保持市场的流动性。

[一] 2005年，在进行2%变化率的计算时用纽约股票交易所指数代替了道琼斯工业平均指数。

[二] 如果股市下跌发生在下午2:00~2:30，那么交易停止时间为1个半小时；如果下跌发生在2:30以后的话，则不中止交易。

[三] 研究者将这些变化比率转化为道琼斯指数的点数，并在每个季度对其进行调整。参见www.nyse.com/press/circuit_breakers.html。

[四] 这些限定设立于1998年。在此之前的规定是：当道琼斯指数点数下跌达到350点时，纽约股票交易所停止交易1个半小时；当道琼斯指数下降550点时，交易所关闭。1997年10月27日，道琼斯指数下降了554点，所有的这些限定都被突破。因为交易所的关闭受到公众的强烈指责，纽约股票交易所在很大程度上放宽了这些限定，以确保交易顺畅。而新设定的闭式限定则从来没有被突破过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些规则遭到一些非议，反对者认为它们增加了市场的波动性。因为如果交易者知道股市即将中止而无法卖出股票的话，短期交易者买入股票的数量就会减少。这些约束条件有时还会加速股价下跌，增加股市短期波动性，1997年10月27日就发生过这种情况。㊀

市场波动的特性

虽然大多数投资者都不喜欢市场波动，但事实上市场波动才是股票产生高额回报的来源。高额回报势必伴随着一定的风险：如果投资者希望在无风险的回报基础之上再多获得一些利润，就必须承担可能损失的风险。

尽管股市波动让许多投资者望而却步，但同时也吸引了另外的一些投资者。时刻关注股市行情可以让投资者尽快判断其投资策略的正确性。对于大多数投资者来说，股市就是世界上最大的赌场。

然而，在任何时候都对自己的资产情况了如指掌也容易引起投资者紧张情绪。许多投资者不喜欢金融市场的即时报价系统，因此转而投资不能天天进行报价的房地产业。而另外一些投资者则对当前股票价格的后知后觉反而会降低投资风险。正如约60年前凯恩斯在剑桥大学捐赠委员会时谈到他对投资的态度：

> 一些投资者在购买没有即时报价和不能上市进行交易的房地产时一点都不担心，但当他们想要出售该资产回收现金时，反而会比较紧张。事实上，投资者对当前价格的不了解并不像一般人所想象的那样就能降低投资风险。㊁

股票波动的历史趋势

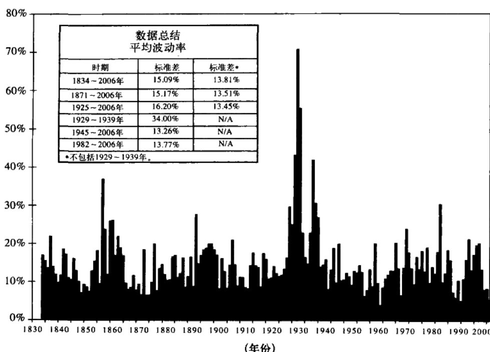
图16-2标出了1834～2006年用月度回报率的标准差衡量的年均股票波动

㊀ 当指数下跌达到350点，股市停盘一段时间以后重新开盘时，投资者因为担心股价还会继续下跌，纷纷抛售股票，导致550点的限制在短短几分钟之内就被突破。

㊁ Charles D. Ellis, ed., "Memo for the Estates Committee, King's College, Cambridge, May 8, 1938," *Classics*, Homewood, Ill.:Dow Jones-Irwin, 1989,p.79.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性。我们从图中可以发现股市的波动几乎没有一个统一的趋势。波动最大的时候是大萧条时期，而波动率达到最高峰则在1932年。1932年股市年均波动率超过65%，比波动幅度最小的1964年高了17倍。1987年的股市波动是自大萧条以来最剧烈的一次，而20世纪90年代中期和2006年的市场波动却接近最低水平。除了1929～1932年期间股市平均波动达到34%以外，在过去170年里，市场平均波动都保持在13%～14%左右。



数据总结
平均波动率

时期	标准差	标准差*
1834～2006年	15.09%	13.81%
1871～2006年	15.17%	13.51%
1925～2006年	16.20%	13.45%
1929～1939年	34.00%	N/A
1945～2006年	13.26%	N/A
1982～2006年	13.77%	N/A

*不包括1929～1939年。

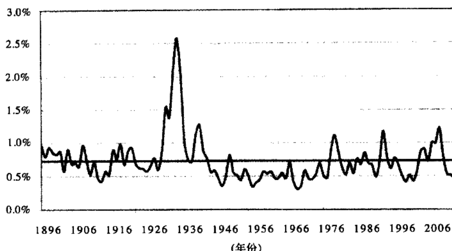
图16-2 股票回报率年均波动率（按照月度回报率的标准差计算，1834～2006年12月）

图16-3a显示了自1896年以来道琼斯工业平均指数每年的日均变化率，从而进一步证实了上述趋势。20世纪初期，道琼斯指数波动性下降的部分原因在于道琼斯样本股数量从12只增加到了20只，之后又在1928年增加到了30只。在过去100年里，道琼斯指数日均变化率为0.73%，略低于0.75%。自20世纪30年代以来，道琼斯指数的日均变化率仅在1974年、1987年和2000年这3年里超过了1%。

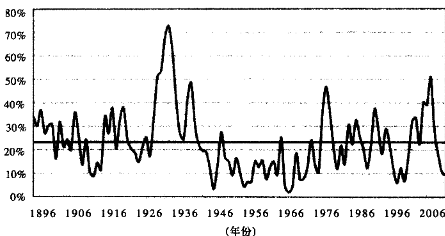
图16-3b中显示了道琼斯工业指数日均变化率超过1%的交易日占总交易日的比例。在过去这段时间里，平均有23%或者说每周有1个交易日道琼斯指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数变化率超过了1%。但分别来看，其变动范围从1964年最小的1.2%到1932年最大的67.6%不等。1932年，道琼斯指数变化率在平均每3个交易日里就有2个交易日超过了1%。



a) 道琼斯工业平均指数的日均变化率（1896年1月～2006年12月）



b) 道琼斯工业平均指数日均变化率超过1%的比重（1896年1月～2006年12月）

图16-3 道琼斯工业平均指数的日风险率

大多数市场波动率较高的时间都处于股市下滑阶段。经济衰退时期日均回报率的标准差比经济扩张时期高出25%。对于这个现象有两种解释：第一，比起经济扩张时期，经济衰退时期股市的不确定性更大；第二，如果公司利润大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅下降，那么其固定成本负担的不断加重将会导致公司利润产生更大波动，从而引起公司股票价值变化率增大。

如果一个公司陷入财务危机，那么该公司的股票价值就与价外看涨期权的价值类似，只有当公司业绩好转时，其股票才能重新恢复其价值，否则就一文不值。所以要理解大萧条时期较大的股票波动性并不难，因为那时候上市公司总体利润都为负，整个股票市场的价值都跟价外期权的价值没什么两样。

波动率指数

衡量股价历史波动率非常简单，但是对于投资者来说更重要的是如何衡量市场未来的波动水平。因为预期波动水平是反映市场中投资者心态的重要信号，所以往往在投资者对市场比较担忧时就预示着市场转折点的到来。

通过考察主要股指的看涨和看跌期权价格，投资者可以确定的市场内在波动水平被称为隐含波动率。[⊖]1993年，芝加哥期权交易所（CBOE）引进了CBOE波动率指数，也叫做VIX指数或者VIX，这个指数是从20世纪80年代中期根据标准普尔500指数的实际股指期权价格计算出来的。[⊜]图16-4标出了1986年以来VIX指数的周平均变化情况。

在短期内，VIX指数与股市价格水平之间呈严格的负相关关系。当股市下跌时，投资者为了规避股价下跌风险，减少损失而买入看跌期权，促使VIX价格上涨；当股市上扬时，投资者对市场比较有信心，不担心其股票会遭受损失，所以VIX价格反而回落。

这种负相关关系似乎不太合理，因为通常来说，股价越高，投资者越希望规避风险。对VIX指数与市场变化关系的一个解释是历史上熊市中的波动性一般大于牛市，所以股市下跌应该导致VIX指数上涨。但是一个更有说服力的解释则是，投资者对股市越缺乏信心，就越希望通过买入看跌期权来规避风险，反之亦然。当看跌期权价格上涨时，那些出售看跌期权的套利者就会卖出股票规避风险，因此促使股票价格下跌，而当投资者对股票回报率充满信心时，股价就会上升。

⊖ 通过布莱克－斯科尔斯期权定价模型可以计算出这个波动率，详见第15章。

⊜ 在2003年以前，VIX指数都是根据标准普尔100（标准普尔500指数中最大的100只股票）计算的。CBOE网站（www.cboe.com）有关于该指数更加详细的计算方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

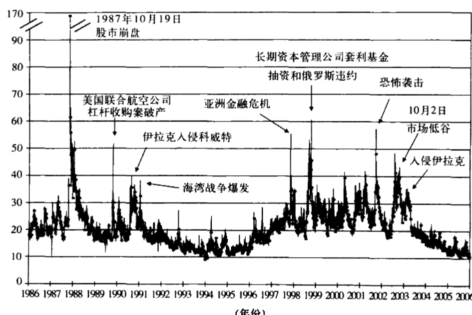


图16-4 CBOE波动率指数（1986～2006年）

我们从图16-4中很容易看出VIX的峰值所对应的时期一般是市场不确定性较大、股价低迷的时候。波动率指数在1987年10月19日股市大崩盘之后的星期二达到峰值172点，与之相比，其他高点都不足为奇。

20世纪90早期和中期，波动率指数在10～20之间波动。但是随着1997年亚洲金融危机爆发，VIX指数的波动范围上升到20～30之间。在过去10多年里，VIX有3次达到50～60之间，分别是：1987年港元贬值导致道琼斯指数下跌550点；1998年8月长期资本管理公司（LTCM）陷入财务危机；2001年9月11日美国遭到恐怖袭击。

最近几年，在VIX指数较高时买入股票而在VIX较低时卖出股票的策略已经被证明是一个有效的短期投资策略。同样，在市场低点时买进、高点时卖出也可以盈利。但问题在于，多高才算是高点，多低才算是低点？比如，1987年10月16日星期五VIX指数达到40，投资者可能就经不住诱惑买入股票了，但是这将给投资者带来巨大损失，因为在接下来的星期一股市就崩盘了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近期较低的波动率

从图16-3和图16-4可以看出，2005年和2006年的市场波动率处于历史较低水平。对此有几个合理的解释：① 经济周期的缓和使得经济波动性减弱；② 金融市场全球化让投资者可以在全球范围内分散风险；③ 市场流动性的增加促使资产能够即时转移到盈利的投资上。

但是市场的过度稳定也会导致公司和投资者为了增加收益而提高自身的风险承受度，大规模借入低成本的贷款。这意味着投资者不应该对最近较低的波动率太过乐观。市场上各方利益之间的内在联系容易导致全球股市的波动，因为投资者对于市场走向的敏感反应很快就会从一个市场传递到另一个市场。

股价重大变化日的分布

第13章提到，从1885年到2006年，道琼斯工业指数变化率等于或者超过5%的情况共有126天，其中79天或者说近2/3的时间发生在1929～1932年。到目前为止，日均变化率最大的年份是1932年，当年道琼斯指数变化率超过5%共有35天。日均变化率超过5%的交易日之间间隔时间最长为17年，之后，1987年10月19日股市大崩盘的日均变化率则大大超过了5%。

图16-5列出了重大变化发生日的概率。从图中可以看出，星期一市场发生重大变化的可能性比一周中的其他时间要大，而星期二的可能性最小。星期一股市下降的次数最多，而星期三则是上升次数最多的一天。

126个重大变化日中的30个都发生在10月，而且历史上不止两次的大衰退也都发生在10月。所以在人们印象中，10月就是股市波动最大的月份。这不仅仅是因为所有大波动的1/4都发生在10月，还因为10月见证了历史上两次最大的股市崩盘，分别是1929年10月和1987年10月。另一个有趣的现象是，几乎2/3的市场衰退都发生在一年中的最后4个月。我们将在第18章对股价变化的季节性规律进行讨论。

股市变化中最令人吃惊的事情发生在最大一次股灾中。从1929年9月3日到1932年7月8日，道琼斯工业指数几乎下跌了89%。在这段时间内，道琼斯指数变化率达5%以上的次数为37次。令人吃惊的是，其中21次变化都是上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升!这21次明显的股市反弹大多都是由于投机商“空头补进”造成的，他们认为股价会一路下跌，所以大量抛售他们并不实际持有的股票。一旦股市有所回升，他们又不得不回购股票或者轧平头寸。

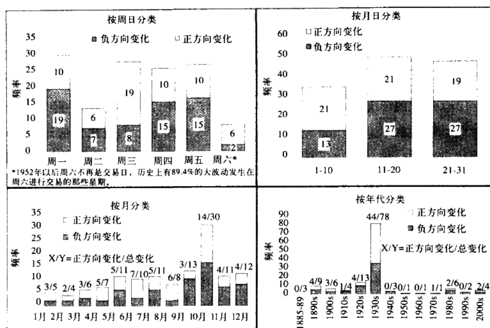


图16-5 道琼斯指数变化率超过5%的分布情况（1885～2006年12月）

股价在其单向长期变动趋势中偶尔发生反方向运动的情况并不少见。在牛市中，有一句话对市场变化规律的描述非常到位：“顺着楼梯上，坐着电梯下”。普通投资者对此也应该非常清楚：想要在看上去趋势非常明显的市场中赚钱其实并不容易。而那些专业人士一旦感觉到市场的变化，就会立即出逃。

市场波动的经济理论

许多人抱怨市场对新闻消息的反应过于敏感才导致了市场波动，但是新闻事件到底是如何影响市场的，这一点很难确定，因为没有人能够量化某一事件对股市的影响。因此，交易者通常“随波逐流”，总是试图猜测其他交易者对新闻的反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

半个世纪以前，凯恩斯就指出了那些试图通过经济理论来估计股票价值的投资者所面临的困境：

> 如今股票长线投资的回报率非常难以预测。比起通过猜测其他投资者的反应来制定投资策略的人来说，那些希望通过长线投资获利的投资者必须付出更大的精力，承担更大的风险。而且在同样的智力水平下，后者犯错误的可能性更大。⊖

1981年，耶鲁大学的罗伯特·希勒研究了一种方法来衡量股票投资者是否对股利收益和利息（决定股票价值的两个基本因素）的变化反应过度。⊖根据历史数据，他计算出了按照现实的股利收益和利率水平衡量的标准普尔500指数的应有点数。正如在第7章提到的，当前的股票价值等于未来现金流的折现加总。

通过计算，希勒发现股利收益和利息只能解释一小部分股价的变化。股票价格往往对股利变化反应过度，许多投资者没有考虑到大多数股利支付变化只是暂时的。例如，投资者在经济萧条时期对股票进行估价时，通常会认为预期的股利收益会进一步下降，但历史上的实际情况却刚好相反。

经济周期中的周期一词暗示了经济的扩张和收缩会相互交替。由于企业收益和利润一般遵循这种周期性的规律，所以它们的变化也是按照高潮、低谷再高潮的模式进行，而长期内，企业收益和利润就会趋于平均值。在这种情况下，由于股票价格等于未来股利收益的现值之和，所以在萧条时期股利收益暂时性的下跌对股价的影响非常小。

当股价大幅下跌时，投资者想到的往往是最糟糕的情形。1932年5月6日，当股价从1929年的高点下跌85%后，迪安·威特却对他的客户说：

⊖ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, New York: Harcourt, Brace&World, 1965, First Harbinger Edition, p.157.(该书最初于1936年由Macmillan & Co.出版)

⊖ Robert Shiller, *Market Volatility*, Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989. 激起对波动过度进行研究的重要文章是"Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?" *American Economic Review*, vol. 71(1981), pp. 421-435.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于未来股市的走向目前有两种观点：一种认为股市将会更加混乱，另一种认为股市将进入复苏阶段。前一种理论非常愚蠢，如果股市继续低迷，那么任何资产都会失去其价值，无论是债券、股票、银行存款还是黄金，房地产也会因为产权的不安全而变得一文不值。这种情况是不可能的，因此政策也应该根据市场复兴理论来制定。我们目前面对的股市下跌可能是最严重的一次，但绝对不是第一次。过去发生萧条以后，股市都会通过自我调整逐步恢复正常，这次也不例外。唯一不确定的是这种调整何时会发生……我想强调的是，在这几年内，股票现价都会保持在一个低水平，与1929年股价在一段时期内保持超高水平是一个道理。㊀

2个月后，股市触底，然后迅速开始反弹。现在回想起来，威特的那些话很有远见，对应对股价的暂时混乱给了我们很好的启示。但是当时这些话并没有给投资者带来信心，所以他们对这些有意义的建议都置若罔闻。我们将在第19章讨论投资者为什么通常会对短期事件反应过度，而忽略市场的长期变化。

股市波动的重要意义

尽管1987年10月股市发生了戏剧性的崩溃，但是这次股灾对世界经济甚至世界金融市场的影响却非常小。因为1987年的股灾既没有预示股价会进一步下跌，也没有导致经济衰退，所以其负面影响并没有像1929年的股灾那样严重。但这次股市崩盘带给投资者的教训可能更为重要。一些经济保障手段，如美联储即时保障市场流动性并确保金融市场正常运转的迅速反应可以防止发生诸如1929～1932年那样的大萧条。

当然，这并不意味着政府人为的行动就可以消除市场波动。因为未来总是不确定的，投资者的心理总会对经济基本变量产生影响。正如凯恩斯在70多年前在《通论》中提到的："我们用来估计期望回报率的很多信息是不准确的。"㊁突发事件会影响我们的预期结果，所以自由市场中的价格波动比较大。但是历史已经证明，**当大多数投资者纷纷空仓出局时才进入股市的投资者往往可以获得由于股市波动产生的利润。**

㊀ Memorandum from Dean Witter, May 6, 1932.

㊁ Keynes, *The General Theory*, p.149.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第17章

Chapter17

技术分析和趋势投资

很多怀疑技术分析的人把整个技术分析方法（观察走势图）视为如占星术一样的旁门左道而不予考虑；但是这种方法在华尔街所受到的重视要求我们还是应该对其认真研究。

——本杰明·格雷厄姆和大卫·多德，1934年

技术分析的特性

旗形、尖旗形、圆底、头肩型、随机线、移动平均线、K线……这些都是那些通过分析过去的价格趋势线来预测未来收益的技术分析者所使用的专业术语。技术分析受到的批评是最多的，但也有许多忠实的支持者。过去，技术分析经常受到学院派经济学家的唾弃，认为它与占星术一样没用。但近来的一些证据表明，技术分析在预测未来收益方面有一定的作用，因此人们对它的态度正在逐渐改观。

技术分析者（有时也被称为行情图分析者）跟那些通过分析股利收益、利润和账面价值来预测股票未来收益的基本面分析者站在了对立的一面。行情图分析者几乎不考虑这些基本面因素，认为通过分析过去的价格走势就能获得有用的信息。市场心理的改变以及某些消息灵通的交易者买卖股票的行为所引起的价格异常变动在长期内就形成了某种趋势。行情图分析者认为，如果投资者能够很好地掌握这些价格走向形成的原因，就能战胜大盘或者分享那些消息灵通人士的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术分析师——查尔斯·道

第一个广为人知的技术分析师是查尔斯·道——道琼斯工业平均指数的创始人。不过查尔斯·道的毕生工作可不仅仅是分析股市行情图。在对股市走向强烈兴趣的驱使下，查尔斯·道创办了《华尔街日报》，并在20世纪早期经常在社论上发表他关于投资策略方面的见解。道的继任者威廉·汉密尔顿将道的技术分析方法进一步发扬，并在1922年出版了《股市晴雨表》一书。[㊀]10年以后，查尔斯·雷亚在其名为《道氏理论》(Dow Theory) 的书中对查尔斯·道的理论进行了总结。

查尔斯·道把股价的涨跌比作大海的波浪，他认为股价的波动和大海的潮汐一样，有一个主浪贯穿于整个趋势中。在主浪的推动下，顺着整体趋势方向会产生层层波浪以及许多小涟漪。同时，他还认为根据道琼斯工业平均指数、市场交易量和道琼斯铁路指数（如今被称为道琼斯运输指数）的走势图，投资者可以确定市场目前所处的趋势。

按照道氏理论，投资者应该在1929年10月股市崩盘前及时出局。著名的技术分析师马丁·普林指出，如果投资者从1897年开始购买道琼斯工业平均指数中的样本股，并严格按照道氏理论的买卖信号进行操作，那么到1990年，其100美元的原始投资就会累积到116 508美元，而那些奉行购买-持有策略的投资者的总资产则仅为5 682美元（不考虑再投资的股利）。[㊁]但是要证明利润实际上来源于遵循道氏理论所进行的交易其实非常困难，因为买卖信号并不能通过精确的数字来判断，而只是一种主观行为。

股价的随机性

尽管现在道氏理论不如以前那么受欢迎了，但技术分析仍然具有强大的生命力。技术分析者的根本目的仍然是确定市场的主要趋势，驾驭牛市，规避熊市。

㊀ 《股市晴雨表》一书中文版已由机械工业出版社于2008年1月出版。

㊁ Martin Pring, *Technical Analysis Explained*, 3rd ed., New York: McGraw-Hill, 1991, p.31. Also see David Glickstein and Rolf Wubbels, "Dow Theory Is Alive and Well!" *Journal of Portfolio Management*, April 1983, pp. 28-32.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数经济学家仍然否定技术分析者的基本宗旨，那就是——股价遵循一种可预测的固定模式进行变化。在这些理论学者的眼中，市场价格的变化更多地遵循一种被称为随机游走的模式，其未来趋势非常难以预测。

第一个提出随机游走这个概念的是20世纪初期的经济学家弗雷德里克·麦考利，他在1925年美国统计协会的一个晚宴上发表了关于股价预测的观点，后来该观点被刊登在了该协会的正式期刊上：

> 麦考利发现股票市场的波动曲线与利用掷骰子得出来的随机分布曲线之间有惊人的相似之处。每个人都必须承认这样一个随机过程是不可预测的。如果股票市场能够通过其变化曲线预测出来的话，那么两者之间一定有差别。[⊖]

30多年后，芝加哥大学教授哈里·罗伯茨对完全因随机事件（就像扔硬币一样）引起的股价变化曲线进行了模拟，模拟出来的曲线与实际股价曲线非常相似，这些曲线所具有的一定形状和遵循的一定趋势正是技术分析者认为可以用来预测股票未来收益的重要依据。但是由于模拟曲线中当期以后的股价完全由随机事件构造，所以从逻辑上讲并没有任何预测能力。这些早期的研究证明了过去的股价完全是随机波动的。

但是股价的随机性是否具有经济意义呢？那些影响供给和需求的因素并非随机的，而且通常可以从一个时期的情况预测出下一个时期的走向。这些因素难道不能引起股价发生非随机的变化吗？

1965年，麻省理工学院教授保罗·萨缪尔森指出股价的随机性与供求规律并不矛盾。[⊖]事实上，这种价格的随机性正是有效市场自由竞争的结果，在这种市场中，投资者已经充分考虑了所有能够引起股价变化的因素从而制定投资策略。这正是有效市场假说的核心。

如果市场是有效的，那么价格只有在市场发生了未预期到的变化时才会发生改变。因为未预期到的市场变化有好也有坏，所以股价的变化也是随机的。股价行情图之所以看起来呈随机分布，就是因为股价的上升和下跌完全

⊖ *Journal of the American Statistical Association*, vol. 20 (June 1925), p. 248. 其观点最初发表于Aldine Club in New York on April 17, 1925.

⊖ Paul Samuelson, "Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly," *Industrial Management Review*, vol. 6 (1965), p. 49.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是随机的，不可预测。⊖

随机变化股价的模拟

如果股价变化的确是随机的，那么其变化图就完全可以用计算机模拟出来的随机变化图来代替。我们在图17-1中将50年前罗伯茨教授进行过的试验进行了扩展。在模拟过程中，我们不仅绘制出了收盘价，还模拟出了一天内价格的变化，还有在众多报纸和图形出版物上都能看到的K线图。

图17-1一共包含了8个小图，其中4个是用计算机的随机数字生成程序模拟出来的。我们完全没有办法从这些图中预测股票未来的收益，因为未来的股价变化完全独立于过去的情况。另外4个图是从几年来的道琼斯工业平均指数数据中挑选出来的。在对这些图进行进一步研读之前，不妨先判断一下哪些图是实际的历史价格变化图，哪些是用计算机模拟出来的。

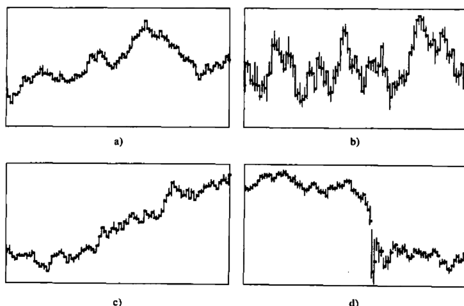


图17-1 实际股票指数和模拟股票指数

⊖ 更普遍的说法是，每一个可能的股价变化与该变化发生概率的乘积之和为0。我们称之为鞅(martingale)序列，其中随机分布（50%的可能性上升，50%的可能性下降）只是一种特例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

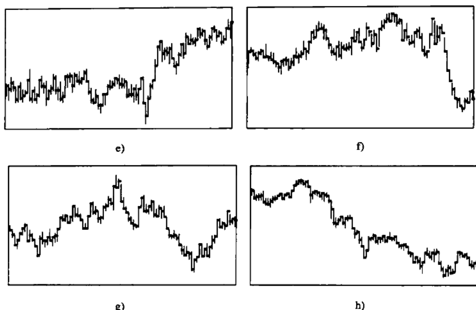


图17-1 （续）

其实，这样一项工作是非常困难的，华尔街大多数顶级的经纪公司都觉得根本不可能分辨出实际历史价格变化图与计算机模拟出来的图形之间的差别。只有大约2/3的经纪人成功地辨认出了图17-1d描绘的是1987年10月19日前后一段时间的股价行情。至于剩余的7个小图，经纪人就完全无法区分出哪个是真实的股价图，哪个是计算机模拟出来的了。其实，代表真实历史股价的图形分别是b、d、e和h，而计算机模拟的图形则是a、c、f和g。⊖

市场趋势和价格逆转

尽管很多所谓的市场趋势都只是股票价格随机变动的结果，但许多投资者仍然倾向于遵循他们所确认的趋势进行投资。在市场择机者（Market Timer）中最流行的两句名言是“让市场趋势成为你的朋友”和“相信时机”。

著名的市场择机者马丁·史维格一直以来都通过观察基本面数据和技术变量来预测市场趋势，他曾经肯定地指出：“再怎么强调市场趋势的重要性都

⊖ 表17-1b代表的时期是1991年2月15日到7月1日，表17-1e代表的时期为1992年1月15日到6月1日，表17-1h代表的时期为1990年6月15日到11月1日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不足为过。投资者一定要顺应市场趋势而不能与之相背，否则就是给自己带来风险和灾难。”

当某种趋势已经形成时，技术分析者就会描绘出股价变化路径的轨道，这个轨道包括股票价格运动的上限和下限。该轨道的下限通常被称为支撑线，上限则被称为阻力线。当股价变化突破该轨道的界限时，市场就有可能发生较大的波动。

由于许多交易者都对市场趋势的重要性深信不疑，因此顺市场趋势而动就非常盛行了。当市场趋势没有突破轨道界限时，交易者就会在股价达到轨道上限时卖出股票；在股价下跌到下限时买入股票，充分利用股价来回波动的规律。如果市场趋势突破了趋势轨道，这些交易者就会反其道而行之：在股价突破上限时买入股票，或者当股价跌破下限时卖出股票。这种行为通常会加快股价变化的速度，增加趋势的影响力。

顺时而为者的期权交易进一步说明了择机交易的重要性。当市场趋势没有突破轨道界限时，交易者就会卖出以下限和上限为交割价格的看跌和看涨期权。只要股价变化始终保持在轨道范围内，这些投机者就可以赚取期权费，因为到期日的期权已经变得一文不值了。

如果市场趋势突破了轨道界限，期权卖方就会面临巨大的风险。回想一下前面讨论过的相关问题，我们就会知道期权卖方（只要不持有标的股票）必须承担巨大的潜在义务，这一义务可能是他们所能赚取的期权费的许多倍。当期权卖方的损失大到一定程度时，他们就会疯狂补进或者回购期权，而这一行为反过来又会导致股价加速变化。

移动平均线

要想通过技术分析成功地进行股票交易，不仅要能够判断市场趋势，更重要的是，还要能判断出这种趋势什么时候会发生逆转。目前投资者广泛使用的用来判断市场趋势发生逆转时机的一个方法是分析股票当前价格和过去价格的移动平均线之间的关系，这种方法至少可以追溯到20世纪30年代。[⊖]

⊖ See William Brock, Josef Lakonishok and Blake LeBaron, “Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns,” *Journal of Finance*, vol. 47, no. 5 (December 1992), pp. 1731-1764. 对移动平均线第一次进行系统分析的是H. M. Gartley, *Profits in the Stock Market*, New York: H. M. Gartley, 1930.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

移动平均简单来说就是某只股票或者某个指数在过去一段时间内收盘价的算术平均值。比如，一个200天的移动平均就是过去200个交易日里股票收盘价的平均值。在计算移动平均值时，始终采用最近一天的收盘价，随着交易日的更新，逐日向前推进。

移动平均值的波动小于股票每日价格的波动。当股价上涨时，移动平均值低于当前市价，技术分析者称该移动平均值为股价的支撑线。当股价下跌时，移动平均值高于当前市价，被称为阻力线。技术分析者认为移动平均值有助于投资者确认市场基本趋势并排除市场暂时波动的干扰。股票价格突破移动平均线则意味着强劲的市场力会使目前的基本趋势发生逆转。

最常用的移动平均线是根据过去200天的股价绘制出的移动平均线，也被称为200日移动平均线。许多报纸和杂志都把它作为判断市场趋势的关键。该策略早期的支持者是威廉·戈登，他曾经指出，在1897～1967年这段时期内，在道琼斯指数向上突破移动平均线时买入股票所获得的收益是在道琼斯指数向下突破移动平均线时买入股票所获得收益的7倍。[⊖]科比和梅耶斯认为对于美国而言，绘制移动平均线最合适的周期是45周，比200日移动平均线略长一些。[⊜]

道琼斯移动平均策略检验

为了验证200日移动平均线策略，我考察了从1885年至今的道琼斯工业平均指数的每日记录。与之前对移动平均策略的研究不同，我们考察的持有期收益不仅包括根据该策略进行的股利再投资收益，还包括不投资于股票市场时所获得的利息收益。另外，我们不仅考察了整个研究期限内的年均回报率，还考察了各个分阶段的年均回报率。

在检验买入－卖出策略时，我遵循以下的假设：一旦道琼斯指数收盘价比200日移动平均值高1%以上，投资者就会以该收盘价买入股票；当道琼斯指数收盘价比200日移动平均值低1%以上，投资者就以该收盘价卖出股票，卖空股票所得用于购买国库券以获得利息收益。

⊖ William Gordon, *The Stock Market Indicators*, Palisades, N.J.: Investors Press, 1968.

⊜ Robert W.Colby and Thomas A.Meyers, *The Encyclopedia of Technical Market Indicators*, Home-wood, Ill.: Dow Jones-Irwin, 1988.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该策略有两个值得注意的地方。第一，设定1%的界限在于减少投资者进出股市的次数，如果没有这个界限，采用200日移动平均策略的投资者就会两面受挫，也就是说投资者为了紧紧跟随市场趋势的变动而动，就会频繁买卖股票。这种交易方式反而会因为交易成本的增加而减少投资者的收益。

第二，假设投资者均以收盘价而非一天中的其他任何价格买入或者卖出股票，而计算仅仅包含了最近几年的日平均值。而且，从历史数据来看，我们没有办法判断出股价具体在何时突破了200日移动平均线，所以只能采用收盘价。我通过确定移动平均值在收盘时是高于还是低于该信号，提出了一种切实可行的理论。⊖

对于200日移动平均策略的事后检验

图17-2描绘了两个时期——1924～1936年和1982～2001年——道琼斯工业平均指数的日线及200日移动平均线。阴影部分表示投资者退出股市的时间，其他时间则表示投资者的全部资产都集中于股市。

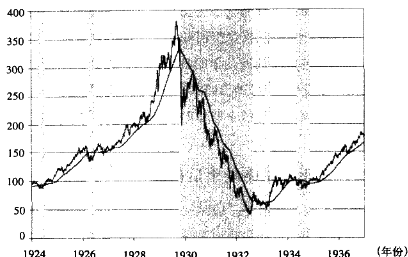
在道琼斯指数整整120年的历史上，200日移动平均策略在20世纪20年代的繁荣时期和30年代早期的衰退时期都取得了巨大的成功。根据上面所述的原则，投资者应该在1924年6月27日道琼斯指数为95.33点时买入股票，因为随后除了两个比较小的市场波动以外，道琼斯指数一路攀升，在1929年9月3日达到381.17点的最高点。同样，投资者应该在1929年10月19日道琼斯指数达到323.87点时退出股市，10天以后股市就发生了大崩盘。如果投资者按照这一策略行事，那么在历史上最大的熊市这段时间（除了1930年的一小段时间以外），他们就可以一直置身事外。1932年8月6日，当道琼斯指数达到66.56点，仅比大衰退的最低点高出25点时，投资者应该再度进入股市。

那些按照200日移动平均策略交易的投资者也应该能够避免1987年10月19日的股灾，因为他们将在10月16日也就是股灾发生的前一个星期五卖出股票。但是与1929年股市崩盘不同的是，股价并没有在这次股灾中持续下跌。尽管股

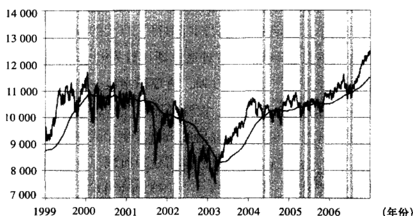
⊖ 历史上，股价平均值的日高和日低水平是根据当天任意时间内可能达到的最高价或者最低价来计算的。这被称为理论日高（theoretical high）或者理论日低(theoretical low)。实际日高(actual high)应该是股价平均值在当天任意时间可能达到的最高水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市在10月19日跌幅达到23%，但投资者在第二年6月，即道琼斯指数仅比10月16日低5%时就可以重新入市了。无论如何，如果投资者能够遵循200日移动平均策略，就能避开10月19日和20日这两个让许多持股人蒙受巨大损失的日子。



a) 1924年1月2日～1936年12月31日



b) 1999年1月1日～2006年12月31日

图17-2 道琼斯工业指数和200日移动平均策略（阴影部分表示投资者退出市场的时间）

表17-1对200日移动平均策略和不考虑时机的购买–持有策略所获得的收益进行了比较。从1886年1月到2006年12月，前一种策略的年均回报率为10.21%，比长期持有策略所获得的9.68%的回报率要高。然而，正如前面提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的，择机策略的最大成功之处就是帮助投资者避开了1929～1932年的经济大衰退。如果排除这段时间，择机策略每年的回报率要比长期持有策略回报率低43个基点，尽管择机策略的风险比较小。

表17-1 择机策略和长期持有策略的年均回报率（1886年1月～2006年12月）

时期	长期持有策略		择机策略					
	回报率	风险	不考虑交易成本		考虑交易成本		入市时间百分比	转手次数
			回报率	风险	回报率	风险		
1886～2006年	9.68%	21.5%	10.21%	16.7%	8.63%	17.3%	62.9%	350
分阶段								
1886～1925年	9.08%	23.7%	9.77%	17.7%	8.11%	18.0%	57.1%	122
1926～1945年	6.25%	31.0%	11.10%	21.8%	9.44%	22.7%	62.7%	60
1946～2006年	11.23%	16.0%	10.21%	14.2%	8.70%	15.1%	67.4%	168
1990～2006年	11.76%	14.7%	6.60%	16.9%	4.30%	18.3%	73.7%	74
排除1929～1932年的股市大衰退								
1886～2006年	11.30%	20.5%	10.80%	16.5%	9.23%	17.2%	64.2%	334
1926～1945年	17.72%	25.9%	15.75%	21.3%	14.24%	22.1%	71.2%	44

而且，如果将执行择机策略的交易成本计算在内的话，那么即使将1929～1932年包括在内，择机策略的超额收益也几乎不存在。这里所说的交易成本主要包括经纪人佣金、买卖差价和买卖股票时缴纳的资本利得税，这些交易成本大概占0.5%左右。表17-1的数据特别是早期的一些数据很有可能低估了交易成本。最近几年，如果投资者在购买股指期货或者ETF的时候采用择机策略，交易成本会有所降低。交易成本每增加0.1%，股票的年均复利回报率就会降低29个基点。

虽然当我们将交易成本考虑在内时，择机策略的超额收益就消失了，但是在择机策略中的最大所得却是风险的降低。由于市场择机者入市的时间不到总时间的2/3，所以其回报率的标准差就会减少1/4左右，这意味着从风险调整的角度来看，即使考虑了交易成本，200日移动平均策略的回报率也是相当可观的。

不幸的是，择机策略的有效性似乎在最近17年受到了考验，特别是2000年。在2000年，道琼斯指数在200日移动平均线附近反复波动，导致那些坚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持择机策略的投资者频繁出入市场，竟创下了1年内转手16次的纪录。

投资者的每次转手都会产生交易成本，并克服1%以上的价格波动。因此，即使忽略交易成本，遵循择机策略的投资者在2000年的损失也超过了28%，而遵循购买-持有的投资者的损失则不到5%。自1990年以来，购买-持有策略的年均回报率为11.76%，而择机策略的年均回报率即使在不考虑交易成本的情况下也仅为6.60%。

当然，在过去10年里，择机策略的确有助于投资者避开一些大熊市。例如，奉行择机策略的投资者应该在2001年6月25日退出市场，从而避开因恐怖袭击导致的股市衰退。不过股市在2001年年底的大幅回升使得这类投资者眼看就要获得的大额利润基本上都被抵消了。接下来，奉行择机策略的投资者应该在2003年1月3日重新进入市场，当时的市价仅比6个月以前退出市场时的价格低2.3%。如果投资者在2002年6月4日道琼斯指数为9 889点时卖空股票，并在将近1年以后的2003年4月22日，即道琼斯指数为8 325点（比1年前低了近16%）时重新入市的话，就能避开第二波熊市的冲击。

纳斯达克移动平均策略

1990～2006年间，遵循道琼斯指数移动平均策略的投资者并没有获得好的收益，但是相同的策略在纳斯达克指数上却成绩斐然，这是值得我们注意的。从表17-2中可以看到，自1972年以来，择机策略的年均回报率比长期持有策略高出约5个百分点，而自1990年以来，则高了近4个百分点。市场择机者又一次在保证低风险的情况下获得了高收益。

表17-2 纳斯达克择机策略和长期持有策略的年回报率（1972年1月～2006年12月）

时期	长期持有策略		择机策略					
			不考虑交易成本		考虑交易成本		入市时间所占百分比	转手次数
	回报率	风险	回报率	风险	回报率	风险		
1972～2006年	10.88%	27.09%	15.56%	19.81%	14.47%	20.21%	67.38%	93
1990～2006年	11.04%	33.05%	14.99%	26.35%	13.27%	26.99%	69.18%	50

最重要的是，移动平均策略可以帮助投资者在大牛市时选择进入市场，而在大熊市时选择退出市场。这一策略在1999～2001年间科技股泡沫时期表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现尤为出色。根据择机策略，投资者应该在1998年11月2日纳斯达克指数为1 801点时入市，并在2000年3月10日市场达到5 049点的峰值时退出。在几次进出市场之后，投资者应该在2000年9月11日纳斯达克指数达到3 896点时退出股市，然后到2001年12月5日再次入市，那时候的纳斯达克指数仅为2 046点，比2000年9月11日时低了近50%。在这15个月内，奉行择机策略的纳斯达克指数投资者就能避开自1929～1932年股灾以来最大的一次熊市。

收益和损失的分布

毫无疑问，即使将交易成本考虑在内，200日移动平均策略也可以帮助投资者避免大额损失。但同时，这一策略也让投资者遭受了一些小小的失败。图17-3比较了1886～2006年间将交易成本考虑在内时道琼斯择机策略和长期持有策略年度损益分布的不同情况。正如上文所述，择机策略可以帮助投资者在大部分的牛市中获利，并有效避开大多数的熊市，但是这一策略仍然不可避免地会给投资者带来一些小的损失。这些损失通常都发生在市场变化并不完全按照某种趋势进行的时候。尽管我们设定了1%的变化幅度来降低投资者出入市场的频率，但在市场趋势尚不明朗的时候，投资者就会频繁买卖股票，导致交易成本的增加，有时候还会让投资者遭受一些损失，如2000年。

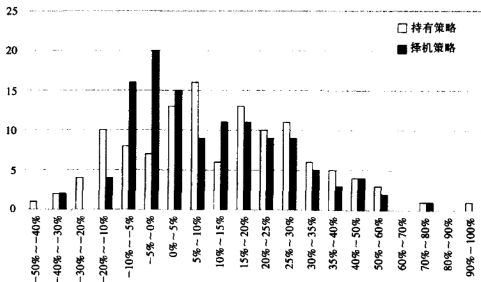


图17-3 道琼斯工业指数的两种投资策略的损益比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图17-3显示的收益分布与那些奉行购买－持有策略的看跌期权购买者的收益分布相似。正如我们在第15章提到的，购买股指看跌期权就像购买了一份股市保险一样，但是买方必须支付期权费。同样，奉行择机策略的投资者在避免了严重股市下跌的同时，也必须承担因为频繁出入市场产生的许多小的损失。

动量投资

在买卖个股时也会用到技术分析，理论经济学家称之为动量投资（momentum investing），最近几年，它受到越来越多的关注。与基本面投资策略不同，动量投资策略纯粹依靠过去股票回报率来预测未来的股票收益，而不考虑股利收益等其他价值标准。动量投资者的投资原则就是买入价格上涨的股票，卖出价格下降的股票，因为他们认为在未来一段时间内，股票价格的运动方向还会与原来保持一致。

尽管该行为与古老的“低卖高买”策略背道而驰，但大量研究结果却对这种“高卖低买”的方式加以支持。1993年，叶加迪斯和施瑞丹·蒂特曼的研究发现，那些在过去6个月内回报率最高的10%的股票在未来6个月的每个月将比那些回报率最低的10%的股票回报率高出1%。[㊀]其他技术分析策略如在股价52周新高附近买入股票也被证明是相当成功的。[㊁]

但是必须注意的是，这些动量投资策略仅仅在短期内有效，而不能作为长期投资策略的一部分。在叶加迪斯和蒂特曼的研究中，投资者在头12个月内获得的超额收益有一半以上都会在以后的2年里损失殆尽。时间越长，买入“优胜”股票的优势就会减弱。事实上，（沃纳·邦德）和（里查德·泰勒）的早期研究发现那些在之前3～5年里业绩不佳的股票反而会在接下来的3～5年里逐渐显示出优势，这类股票的表现恰好印证了长期股票回报率的均值回归现象。

动量投资的成功不能在有效市场假说的框架里得到很好的解释。那些奉行动量投资策略的投资者似乎对短期股市信息反应比较滞后，导致股价在长

㊀ Narasimhan Jegadeesh and Sheridan Titman, “Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency,” *Journal of Finance*, vol. 48, no. 1(March 1993), pp. 65-91.

㊁ Thomas J.George and Chuan-Yang Hwang, “The 52-Week High and Momentum Investing”, *Journal of Finance*, vol. 59, no. 5(October 2004), pp. 2145-2176.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间内朝着同样的方向运动，而不能及时做出调整。不幸的是，动量投资并不能保证投资者一定能够获得成功。近年来的证据显示，当机构投资者在遵循动量投资策略获得超额收益时，散户们就可能遭受损失。因为散户通常对那些表现最佳的股票关注过多，导致这些股票价格被过度高估，其回报率很快就会下降，而机构投资者反而会买入一些业绩尚可但不是最优的股票，从而获得最高的动量投资回报率。

小结

技术分析的支持者认为技术分析可以帮助投资者确认市场的主要趋势和这些趋势何时发生逆转。但是，关于这种趋势是否存在以及这些所谓的趋势是否仅仅是股价随机变动的结果仍然存在很大的争议。

伯顿·马尔基尔在其畅销书《漫步华尔街》⊖中就清楚地表明了他对技术分析的排斥：

> 我们采用自20世纪初期以来美国两个主要交易所的股价数据对技术分析规则进行了验证。结果清楚地表明，股价过去的变化途径并不能预测其未来的变化方向。股票市场的运行并没有什么轨迹可寻。行情分析图的核心理念根本是完全错误的，那些按照这一理念买卖股票的投资者除了不断支付给经纪人更多的佣金以外，什么都得不到。

这一曾经得到所有理论经济学家支持的论断如今正在逐渐失去其说服力。最近的计量经济学研究成果表明像200日移动平均线或者短期股价动量指标⊖等简单交易规则是可以增加投资者收益的。

尽管理论界的争议不断，但技术分析和顺应市场趋势的策略仍然吸引了华尔街的许多投资者。本章的分析在假定交易成本控制在一定范围内的情况下，对这些择机策略给予了一定程度的肯定。但是在运用择机策略时，投资者必须对市场给予足够的关注。1987年10月，当道琼斯指数在股市崩溃的前一个星期五跌到

⊖ 《漫步华尔街》（原书第9版）已由机械工业出版社于2008年4月出版。

⊖ 动量指标也称为动力指标。在证券市场上有类似于物理学上的恒速原理的现象：如果股价的上涨（下跌）趋势在继续，则股价的上涨（下跌）速度会大体保持一致。动量指标正是从股票的恒速原理出发，考察股价的涨跌速度，以股价涨跌速度的变化分析股价趋势的指标。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

200日移动平均线以下时，就清楚地向投资者发出了一个卖出的信号。但如果投资者未能抓住时机在星期五下午卖空股票，就会遭受黑色星期一股价猛跌22%的惨重损失。

而且，正如我在本书中反复强调的，投资者充分利用过去的经验制定的投资策略将会改变未来的股票回报率。正如本杰明·格雷厄姆在70年前所说的：

> 我们只要稍微想一想，就会发现人类目前的水平不可能对经济情形做出十分科学的预测。因为相信这种预测的“可靠性”而采取的行为恰好会让实际情形偏离之前的预测。所以资深的技术分析者也承认持续的成功在于这些成功秘诀只掌握在少数人手中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第18章

Chapter18

日 历 异 常

10月对于股票投机者来说是一个危险的月份，其他比较危险的月份还有7月、1月、9月、4月、11月、5月、3月、6月、12月、8月和2月。

——马克·吐温

“异常”在字典中的解释是那些与通常预期不一致的现象。还有什么比仅仅通过某年中的某日、某周或者某月来预测股价就可以战胜大盘更异常的呢？其实你是可以做到这一点的。研究表明投资者其实可以对某些特定日期进行预测，在这些日子里，股票市场总体走势或者某些个股的表现会战胜大盘。

出版于1994年的《股市长线法宝》第1版中的分析是以20世纪90年代早期的时间序列为样本的。第1版中的日历异常现象认为投资者只要根据其中的策略进行投资，就能战胜大盘。但是，随着更多的投资者对这些异常现象的了解不断加深，股票价格也会据此做出相应的调整，从而将大部分（如果不是全部的话）异常现象从中剔除。这基本上属于有效市场假说的预测。

在本书的最新版本中，我使用过去14年的数据分析了这种日历异常现象是否还存在。结果是令人惊讶的，一些日历异常现象明显减弱，甚至发生了完全的逆转；而其他日历异常现象则像以往一样显著。接下来我们就逐一进行考察。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

季节异常

历史上最重要的日历异常现象是小盘股在1月份的表现要远远优于大盘股。事实上，过去80年以来，如果剔除1月份的回报率，小盘股的回报率是低于大盘股的。[⊖]

小盘股在1月份的超常表现被称为一月效应。最初是由唐纳德·凯姆于20世纪80年代早期在芝加哥大学读研究生时发现的。这个发现第一次向宣称没有任何模式可以预测股价未来走向的有效市场假说提出了挑战。

一月效应可能是所有日历异常现象的“鼻祖”，但并不是唯一的一个。虽然其中的原因仍然无法解释清楚，但在实际情况中，股票通常在月初的几天的业绩会比月末好，在重大节假日前表现突出，而在9月份可能会下跌。一般在圣诞到元旦这段期间内表现较好。从最近的情况来看，股票在12月末的最后一个交易日往往会暴涨，这实际上就是一月效应的开端。

日历异常发生的原因尚不清楚，这些现象在未来是否仍会继续也是个有待考证的问题。但是上述发现却把经济学家逼到了一个比较尴尬的境地，因为研究者不再坚持认为股票市场是完全不可预测或不可战胜的了。

一月效应

在所有的日历异常中，一月效应是最受关注的。从1925年到2006年，标准普尔指数在1月份的算术平均回报率为1.57%，而小盘股的平均回报率达到6.07%。尽管1月份小盘股的算术平均回报率比大盘股高出4.5%，但全年下来，大盘股的算术平均回报率却比小盘股高1.9%。换言之，从2月到12月，小盘股的回报率远远低于大盘股回报率。从历史上来看，持有小盘股的最佳时机就是1月份。

从图18-1可以看出一月效应的重要性。图18-1显示了大盘股和小盘股的总体回报率指数以及用标准普尔500指数代替小盘股后的1月回报率指数。正如第9章所述，在1926年花费1美元购买小盘股的投资者在2006年年末的总资产将达到

⊖ 这包括1975～1983年小盘股年均回报率超过30%的那段期间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11 250美元，而花相同金额购买大盘股则仅能获得2 736美元的总资产。如果剔除一月效应的影响，小盘股的总体收益为394美元，仅占大盘股总收益的14%。

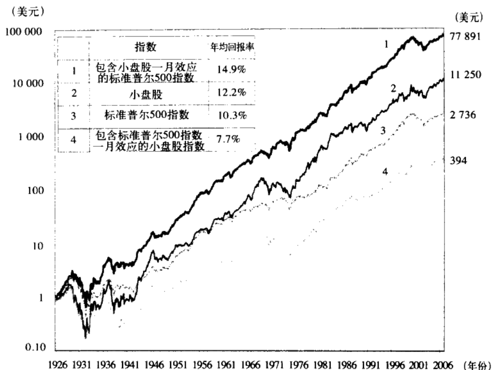


图18-1 大盘股和小盘股分别在包含和剔除一月效应后的回报率指数（1926～2006年12月）

图18-1还显示出，如果小盘股回报率的一月效应在未来仍然十分明显的话，将带来惊人的投资收益。投资者通过在一年的12月末买入小盘股，并在次年的1月末将小盘股转化为标准普尔500指数，那么从1925年12月末到2006年年末，1美元的投资将获得77 891美元的总收益，年均回报率达到14.9%。

自1925年以来，大盘股的一月份业绩仅有16年超过了小盘股。而且，即使这些年小盘股一月业绩不及大盘股，但二者之间的差距通常也不会太大：小盘股表现最差的1月回报率出现在1929年，其回报率也达到了5.1%。相反，自1925年以来，有28年的时间里，小盘股1月回报率都比大盘股回报率高出了5%以上；有13年的时间前者回报率比后者至少高10%，而有2年的时间则高出了20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使是在历史上最大的熊市时期，一月效应仍然十分明显。从1929年8月到1932年夏天，小盘股下跌了90%以上，但小盘股的一月效应仍然“大行其道”，1930年、1931年和1932年，小盘股的一月回报率达到13%、21%和10%。一月效应的强劲势头非常明显，在股市大衰退时期，投资者应该在这3年的12月末买入小盘股，在次年的1月末卖出，并在当年的剩下月份里退出股市，其财富增值就能达到50%。

一月效应的一个重要特点是投资者不能指望整个1月都能获得高额收益。许多投资者通常在12月的最后一个交易日买入其他投资者在新年前夕抛出的低价小盘股（通常是交易日的下午）。小盘股在新年的第一个交易日继续保持较高的回报率，而在1月的第一个交易周内则面临下跌的压力。根据1989年公布的研究报告，仅在1月份的第一个交易日内，小盘股的回报率就比大盘股高出近4个百分点。[㊀]在1月份的中期，一月效应几乎就已经不存在了。

当研究者发现任何诸如一月效应这类的异常现象时，就应该对这种异常产生的国际影响给予关注。研究者的注意力转向国外市场后，他们发现一月效应并不是美国股市特有的现象。在世界第二大资本市场的日本，小盘股在1月份的超额收益达到7.2%，比美国还高。[㊁]正如你将在本章末会看到的那样，在世界上许多其他国家的股市里，大盘股和小盘股的1月份业绩都是最好的。[㊂]

为什么那么多的投资者、资产组合经理人和金融学家迟迟都没有发现这种现象呢？因为在美国，1月份对于那些构成主要股票指数的大盘股并没有任何特殊之处。这并不是说1月份就对这些大盘股不利，因为大盘股在1月份的表现也非常好，尤其是在国外。但是在美国，1月份并不是大盘股业绩最佳的月份。

㊀ Robert Haugen and Josef Lakonishok, *The Incredible January Effect*, Homewood, Ill.: Dow Jones-Irwin, 1989, p. 47.

㊁ 参见 Gabriel Hawawini and Donald Keim, “On the Predictability of Common Stock Returns: World-Wide Evidence,” in Robert A.Yarrow, Vojislav Macsimovic, and William T. Ziemba, eds., *Handbooks in Operations Research and Management Science*, vol. 9, North Holland, 1995, Chap. 17, pp. 497-544.

㊂ 对于这一观点的总结，请参见Gabriel Hawawini and Donald Keim “The Cross Section of Common Stock Returns: A Review of the Evidence and Some New Findings”, in *Security Market Imperfections in Worldwide Equity Markets*, Donald B.Keim and William T. Ziemba, eds., Cambridge, England: Cambridge University Press, 2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一月效应产生的原因

为什么投资者在1月份偏爱小盘股？没有人知道确切答案，但是我们在这里可以提供几种假设。与机构投资者不同的是，散户持有大量小盘股，他们对交易的税赋更加敏感。投资者在12月份很有可能出于税收考虑抛售小盘股，尤其是那些在1年的前11个月持续下跌的小盘股，这种抛售行为会使个股价格大幅下跌。在大量抛售结束以后的次年1月，小盘股又会发生反弹。

有一些证据支持这种解释。那些在整年里都呈下跌趋势的股票在12月份的下跌幅度会更大，然后在次年的1月大幅上涨。而且，一些证据显示，在1913年美国引入收入所得税以前，一月效应是不存在的。在澳大利亚，税收年度是从7月1日到次年6月30日，所以其股市的超额收益率发生在7月。

但是，即使税收是产生一月效应的一个原因，也绝对不是唯一的一个，因为在很多不征收资本利得税的国家的股票市场上也同样存在一月效应。日本在1989年以前都不对散户征收资本利得税，但一月效应同样存在；加拿大1972年才开始征收资本利得税，而一月效应在此之前就非常明显。最后，有很多在1年中价格持续上扬的股票以及那些不会因为征税而收益有所损失的股票1月份的价格同样也会上涨，虽然上涨幅度没有前面提到的股票那么大。

关于一月效应，还有其他一些解释。公司职员通常会在一年的年末获得一些额外收入，比如红利或者其他形式的补偿，这些个人投资者会在次年1月的第一个星期将这些收入投入股市。数据显示，在每年年末的时候，买单相对于卖单的比例大幅上升。由于公众手中持有很大一部分小盘股，所以也就不难理解一月效应产生的原因了。[⊖]

尽管所有这些解释听起来都非常合理，但没有一个解释是与“有效资本市场假说”一致的。如果基金经理人知道小盘股股价会在1月份上扬，那么他们就应该在新年以前买入股票以赚取投机利润。这一行为将导致小盘股股价在12月份就上涨，股价的这一变化又会促使基金经理人在11月就提前买入大量股票，以此类推。如此而来，整个1年里的股价就会变得相对平稳，也就没有一月效应之说了。

⊖ Jay Ritter, “The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the End of the Year,” *Journal of Finance*, vol. 43(1988), pp. 701-717.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，为了消除一月效应，基金经理人和持有大量资金的投资者必须对一月效应相当了解并能够轻松应对这一现象。那些资金受托人在向其客户解释这个不同寻常的投资策略时应该比较困难，特别是当一月效应并没有实现其应有的效果时。还有一些人认为经济学并不能给这个策略一个合理的解释，所以对此并不积极。

近年来一月效应的弱化

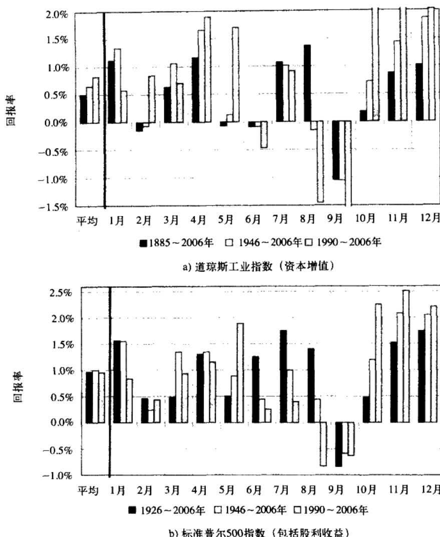
也许随着公众对一月效应的广泛了解，越来越多的投资者开始充分利用这一日历异常现象，导致一月效应的影响力自1990年以来越来越弱。从1990年到2007年1月，拉塞尔2000指数的1月份平均回报率仅为1.36%，只略高于标准普尔500指数0.70%的回报率。而且，从头一年12月最后一个交易日到次年1月第一个交易日，拉塞尔2000指数的回报率也不再趋高，而与标准普尔500指数回报率相差无几，二者都趋于0。在次年1月份的第一个交易周内，1990年以前小盘股的大量超额收益也几乎消失殆尽。

但是，最近几年一月效应的影响力又有所上升。自2000年以来，小盘股的一月回报率上升到了1.68%，而大盘股仅为0.21%。虽然这个差距仍然小于历史水平，但比起20世纪90年代来说可谓重新拉开了距离。也许是因为20世纪90年代一月效应的弱化使投资者不再考虑其影响，从而导致该异常现象重新恢复活力。我们期待进一步的研究。

高额月度回报率

除了一月效应以外，股票回报率还有其他一些季节性的规律。图18-2显示了道琼斯工业指数和标准普尔500指数的月度回报率。第二次世界大战以后，这两个指数表现最佳的月份都是12月，但是如果从1885开始算起，12月只能排在表现最佳月份的第5位。与之相对的是，在过去116年里，8月是两个指数表现最佳的月份，但如果从第二次世界大战算起，8月在道琼斯指数业绩中排名倒数第二，而在标准普尔500指数中排名倒数第三。自第二次世界大战结束以来，就很少有经纪人和投资顾问宣扬“夏季回升”（summer rally）规律了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



a) 道琼斯工业指数（资本增值）

b) 标准普尔500指数（包括股利收益）

图18-2 道琼斯工业指数和标准普尔500指数的月度回报率

这些股票回报率的月度规律在全球范围内都适用。美国股市在1月份表现的确颇佳，但是其他国家的股市可能在1月份更为突出。图18-3显示了摩根士丹利资本市场指数中计算的20个国家股市的1月份回报率。其中每个国家股市1月份的回报率都高于年均回报率，几乎占年均回报率的1/4。投资者在1月份的投资热情也会影响12月和2月份的股市回报率。除美国以外的其他国家，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12月到次年2月这3个月的回报率几乎占总回报率的一半。⊖

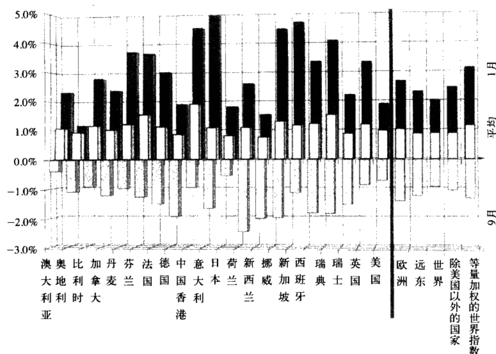


图18-3 世界各国（地区）的一月效应和九月效应（1970～2006年12月）

九月效应

股票通常在夏季的几个月里业绩颇佳，但是暑假过后投资者就必须小心了。9月是至今为止1年中股票表现最差的月份，而且在美国还是唯一出现负回报率（包括再投资的股利在内）的月份。而我们在第16章也已经提到过，9月之后的10月通常会发生股价大幅下跌的情形。

图18-4反映了从1885年到2006年在包括9月和不包括9月两种情况下道琼斯工业平均指数的走势。投资者如果在1885年花1美元投资道琼斯指数，他将在2006年年末获得490美元的收益（不包括股利收益），但是如果投资者仅在每年

⊖ 图18-3的数据来自于计算大盘股的一个价值加权指数。正如前文所述，小盘股的1月回报率要高于大盘股，所以图18-3显示的1月回报率可能还要低于用一般股票计算出来的回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的9月份进行投资，那么其收益就只有23美分。另一方面，如果投资者每年在除了9月以外的所有月份都进行投资，那么在2006年年末其收益将达到2 176美元。

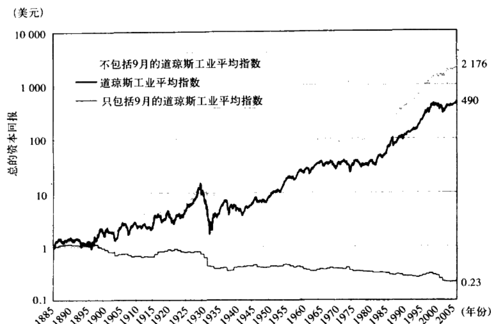


图18-4　九月效应：道琼斯工业平均指数（1885～2006年12月）

世界上其他国家股市在9月份也表现不佳，而且令人吃惊的是，在一个价值加权指数中，9月份是一年当中指数回报率唯一为负的月份。在所分析的20个国家中有17个国家股市在9月份表现最差，而世界上所有的主要股票指数的回报率在9月份也都是最低的，包括EAFE指数和摩根士丹利世界指数。在9月份，投资者即使是选择空仓持有现金也比投资股票有利。而且，与一月效应不同的是，九月效应自1990年以来不仅有加强的趋势，而且在过去16年里这种趋势还愈演愈烈。但是让人奇怪的是，在一月效应受到大量关注的同时，研究者对九月效应的研究却很少。

我们只能对九月效应产生的原因做一些猜测。也许股票回报率在9月份走低与经济形势并没有直接的关系，而是因为冬天临近，白天日益缩短容易使人情绪低落。心理学家认为阳光是影响人们生活的一个重要因素：最近的研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究表明纽约证券交易所在阴天的营业状况要次于晴天。[⊖]但是这种解释站不住脚，因为澳大利亚和新西兰的9月正是春天开始的时候，白天也逐渐增长，但这两个国家的股市在9月份也同样表现不佳。[⊜]

也许9月份股票的低回报率是投资者清算股票（或者延迟购买新股）以支付暑期消费的结果。我们在下文将会讨论到，星期一也是一周当中股市表现最差的一天。对于许多投资者而言，9月就相当于每周的星期一：在一段时间的休息之后，投资者就要重新投入工作了。

其他季节性收益

尽管心理学家认为在圣诞节和新年前后这段时间许多人情绪比较低落，但是股票投资者却认为这是一段值得高兴的时期。正如表18-1中显示的那样，在过去120年里，圣诞节和新年之间的这段时间的股票回报率比年均回报率高了10倍。

表18-1 道琼斯工业平均指数日回报率（1885年2月～2006年12月） (%)

	1885～2006年	1885～1926年	1926～1945年	1946～1990年	1990～2006年
总体平均值					
整月	0.023 8	0.019 2	0.014 7	0.027 3	0.040 0
前半个月	0.042 8	0.020 3	0.062 1	0.050 0	0.060 6
后半个月	0.004 8	0.018 2	−0.031 6	0.004 0	0.019 9
每个月的最后一个交易日）	0.099 8	0.087 5	0.163 3	0.146 0	−0.083 1
工作日					
星期一	−0.094 6	−0.087 4	−0.210 6	−0.131 3	0.124 0
星期二	0.038 6	0.037 5	0.047 3	0.030 7	0.051 2
星期三	0.061 3	0.028 0	0.081 4	0.090 9	0.040 9
星期四	0.024 6	0.001 2	0.062 7	0.039 8	−0.003 8
星期五	0.067 2	0.099 4	0.006 4	0.094 2	−0.007 7
星期六开盘	0.070 1	0.099 4	0.006 4	0.082 6	0.096 1
星期六不开盘	0.063 7			0.096 1	−0.007 7
星期六	0.057 8	0.034 8	0.096 4	0.096 2	

⊖ Edward M.Saunders, Jr,. "Stock Prices and Wall Street Weather," *American Economic Review*, vol. 83(December 1993), pp. 1337-1345.

⊜ 当然，澳大利亚和新西兰股市的许多投资者居住在赤道以北。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	1885~2006年	1885~1926年	1926~1945年	1946~1990年	1990~2006年
假日回报率					
假日前一天					
7月4日美国国庆节	0.315 4	0.211 8	0.816 8	0.274 6	0.080 9
圣诞节	0.351 0	0.452 3	0.363 4	0.311 0	0.195 9
新年	0.309 9	0.596 4	0.393 1	0.244 6	−0.310 1
假日平均值	0.325 4	0.420 1	0.524 4	0.276 7	−0.011 1
圣诞周	0.241 2	0.324 2	0.287 5	0.182 8	0.074 6

更为明显的是，每个月的前半个和后半个月的股票回报率相差也很大。[⊖]在我们所研究的过去的122年里，道琼斯工业平均指数在前半个月的回报率——包括前一个月的最后一个交易日和当月的第14日——几乎是后半个月回报率的9倍。[⊜]

图18-5显示了道琼斯工业平均指数在一个月内每天的平均变化百分比。

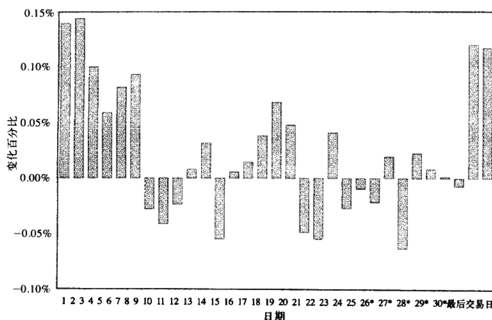


图18-5 道琼斯工业平均指数股价日回报率（1885~2006年12月）

⊖ R.A.Ariel, "A Monthly Effect in Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, vol. 18(1987), pp. 161-174.

⊜ 如果将股利收益计算在内的话，道琼斯指数前半个月和后半个月回报率的差异就会增大。目前，大约有2/3的道琼斯指数股票都在前半个月支付股利，这意味着前后半个月指数回报率的差异将会更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中一个显著的特点是，一个月的最后一个交易日（还包括不是最后一个交易日的第30日）和前6个交易日的回报率都大于整月的平均回报率。而道琼斯工业指数在其他所有交易日的净变化则都为负。

两个月之交的高回报率可能与投资者月收入流入股市有关，这种现象在最近几年越来越明显，自1990年以来，前半个月的回报率仍然是后半个月回报率的3倍以上。

一周内工作日效应

许多人都讨厌星期一。经过两天的放松，做了许多自己想做的事情以后，又不得不在星期一回到工作中来，真的是一件令人沮丧的事情，而股票投资者对此也感同身受。迄今为止，星期一仍然是一周之内股市表现最差的一天。在过去121年里，星期一的回报率都为负——而且这个负值相当大，以至于如果星期一的回报率能达到星期二到星期五的水平，如今道琼斯工业平均指数就已经达到6 800万点了！

虽然投资者不喜欢星期一，但对星期五却情有独钟。星期五通常是一周内股市回报率最高的一天，其回报率达到日均回报率的3倍。即使股市在星期六继续开盘（1946年以前，每个月的星期六都开盘，1946～1953年间，除夏季以外的每个月的星期六也开盘），星期五的回报率也仍然是最高的。

星期一和星期五效应并不局限于美国股市。凯姆和哈瓦维尼的研究表明，世界上大多数股市在星期一的表现都非常差劲。不仅美国股市的周一回报率为负，加拿大、英国、德国、法国、日本、韩国和新加坡股市也是如此。同时，没有一个国家的股市回报率在星期三、星期四和星期五都为负。但是，星期二对于大多数国家来说也不是个幸运的日子，特别是亚洲国家和澳大利亚。[⊖]这或许是因为西方国家刚刚经历了一个惨淡的星期一，而已经有证据显示美国股市日回报率会对次日的亚洲股市产生影响。

如今，股价在一周内每个工作日的变化模式已发生巨大变化。自1990年以来，星期一已经从一周内股市业绩最差的一天变成了最好的一天，而星期五则

⊖ 结果来自于哈瓦维尼和凯姆的研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恰好相反。该模式改变的原因或许是因为20世纪90年代，随着投资者对星期一和星期五效应的广泛了解，认识到星期一市场通常比较低迷以后，投资者就会提前在星期五卖出股票，而在下个星期一重新买入。无论原因是什么，就像一月效应一样，那些已经被公众广泛了解的日历异常现象通常就会淡出市场。

表18-1中还反映了另外一个日历异常现象，那就是股市通常在主要节假日前表现较好。在7月4日美国国庆节、圣诞节和新年之前的股价平均回报率几乎是日均回报率的14倍，但是与一周内工作日效应类似，这种日历异常现象在最近几年也发生了巨大的变化。自1990年以来，尽管股市在7月4日、圣诞节前一天仍然保持高回报率，但在每年末最后一个交易日的股票回报率却从正的0.31%变成了负的0.31%。导致最近几年内每年最后一个交易日的股市回报率为负的原因可能在于大量“收盘卖出”（sell-on-close）指令的增加，这些指令会在每年最后一个交易日自动执行以弥补股指期货的损失，而股价的下跌通常发生在交易结束的最后30分钟内。当然，一旦更多的投资者意识到股价的这种变化模式，它或许也将不复存在。

最后，股票回报率在每个交易日的不同时刻似乎也有所差异。证据显示，每个交易日的早上通常会出现一次下跌，特别是在星期一；在午餐时段，市场比较坚挺，在稍后的下午时间保持一定的稳定性，或者开始下跌；在该交易日收盘的最后半个小时内，市场通常会大幅上扬。这种变化模式通常导致收盘价是一天中的最高价。

投资者的应对策略

日历异常现象对于投资者制定策略有重大指导意义，但是它们发生的概率并不是百分之百，因为随着投资者对这些现象的了解，有些异常就会变得比较温和，而有些则干脆彻底消失。还有一些日历异常则完全发生了逆转，例如股价在每年末最后一个交易日的运行情况就与以往大不相同。

而且，根据这些异常现象进行投资需要投资者频繁进行股票买卖，从而产生较多的交易成本，除非投资者是在一个享有税收优惠的账户里进行交易，否则这些股票交易还会产生大额的资本利得税。但是无论如何，对于那些已经决定要买入或者卖出股票，但是还不确定具体交易时间的投资者，我建议在进行交易时应该将这些日历异常现象考虑在内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第19章

Chapter19

行为金融学和投资心理学

理性的人就像尼斯湖水怪一样，人们经常看见它，却很少能拍下来。

——大卫·卓曼，1998年

当股市看起来最好的时候往往是最危险的时候，而当股市看起来最糟糕的时候却往往是投资者最应该进入的时候。

——弗兰克·威廉姆斯，1930年

本书中有很多的数据和图表，用来为股票投资者进行全球多样化长期投资策略提供支持。然而，理论上的建议要比付诸实践容易得多。金融专家越来越多地意识到心理因素会阻碍投资者进行理性分析，进而导致投资者不能从其资产组合中获得最大收益。对于这些心理因素的研究逐渐发展成为一个新的领域：行为金融学。

本章采用故事的写作方式，以便于读者理解行为金融学基础研究方向以及主要论点。故事中，大卫是一个投资者，心理障碍阻碍了他的成功。在阅读过程中，请注意你自身的行为和他有什么相似之处。如果有的话，那么本章给出的建议就可能有助于你成为一个更加成功的投资者。首先是大卫与他的妻子詹妮弗之间的谈话，然后是他与一个了解行为金融学的投资顾问的谈话。叙述开始于1999年的秋天，正是在世纪之交，主导股市的网络泡沫达到顶峰的前几个月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999～2001年的科技股泡沫

时间：1999年10月

大卫：詹妮弗，我做出了一些重要的投资决策。我们目前的投资组合中只有飞利浦·莫里斯、宝洁和埃克森这类保守的股票，这些股票现在不能给我们带来任何收益。我的朋友鲍勃和保罗买了网络股，现在正赚大钱呢。我跟我的经纪人艾伦探讨了这些股票的前景问题。他说专家们认为网络是未来的发展趋势。我打算卖出我们一些升值潜力不大的股票，买进像亚马逊、雅虎、Inktomi这样的网络股。

詹妮弗：我听说这些股票风险很大，你确信知道自己在做什么吗？

大卫：艾伦说我们正在进入一个由信息革命所推动的"新经济"时代，这次信息革命会彻底改变我们的商业模式。我们现在持有的都是旧经济时代的股票，它们的辉煌已经成为过去式了，我们应该投资于未来有增长潜力的股票。我知道这些网络股的波动性比较大，但是我会密切关注它们，我们不会赔钱的。相信我，我们最终会步入正轨的。

时间：2000年3月

大卫：詹妮弗，你看我们最近的财务报表了吗？我们的股票比去年10月份升值了60%。纳斯达克指数超过了5 000点，而且据我所知，所有人都认为这种上升势头还将继续。股市中的兴奋情绪正在扩散，成为办公室里讨论的热点。

詹妮弗：你好像买卖股票的频率比以前高了许多啊，我都不知道我们现在持有什么股票了。

大卫：市场上信息更新得越来越快，我必须不断调整我们的资产组合。现在佣金如此之低，只要听到任何对我们的股票可能产生影响的消息，我们就应该及时做出反应。相信我，看看我们现在做得多好啊。

时间：2000年7月

詹妮弗：大卫，我看了我们经纪人的报表了。我们不再持有那些网络股了，我们现在持有的是（她边看报表边大声朗读）思科、易安信、甲骨文、太阳微系统、北电网络、JDS Uniphase。我不知道这些公司都是做什么的。你知道吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大卫：今年4月份网络股崩盘的时候，我刚好在损失掉全部收益之前卖出了这些网络股。不幸的是，我们并没有从这些股票上获得多少收益，不过也没什么损失。

我觉得我们现在的做法是正确的。过去那些网络公司并没有什么赢利，现在我们所持有股票的公司则是网络的枢纽，并且都在赢利。艾伦告诉我一个重要的原理：你知道在19世纪50年代加州淘金热时期谁是最大的赢家吗？并不是金矿开采商。是的，最初的一些挖掘者发现了金矿，但是后来的大部分人几乎什么都没找到。在淘金热中真正的赢家是向矿工出售补给品——凿斧、靴子、平锅和传动装置的商人。道理很简单，大部分网络公司即将破产，而为网络公司提供中间产品——路由器、软件、光纤电缆——的供应商就成为了最大的赢家。

詹妮弗：但是我听说一些经济学家认为这些供应商的股票现在也被高估了，它们的市盈率达到上百倍。

大卫：是的，但是看看它们过去5年的增长率——从未出现过这么高的增长率。现在的经济形势跟以前不同了，很多传统的价值评价标准已经不再适用了。相信我，我会盯着这些股票的。我不是及时从网络股中解套出来了吗？

时间：2000年11月

大卫（自言自语）：我应该怎么办？过去的几个月像噩梦一般。我的股票大约损失了20%。仅仅在两个月之前，北电网络还是80多美元，但现在只值40多美元了。太阳微系统两个月前是65美元，现在只值40美元。这些股票价格太低了。我想我现在应该用剩余的一些现金再低价买进更多这类的股票。这样，我的股票不用大幅升值就可以为我轧平头寸了。

时间：2001年8月

詹妮弗：大卫，我刚看了我们经纪人的报表。我们彻底输了！我们几乎3/4的退休金都在股市中蒸发了。我以为你会密切注意我们的股票的。事实证明，我们的投资组合完全没用，反而让我们损失了那么大一笔钱。

大卫：我知道，我也感觉很糟糕。所有的专家都说这些股票会反弹，但它们还是持续下跌。

詹妮弗：这种情况以前就发生过。我不明白你为什么会做得这么差。这么多年来，你一直密切关注着股市，研究所有的财务报告，而且你的信息好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像也非常灵通，然而你的决策却从来没有正确过。你在接近高点时买入，在接近低点时卖出。你持有的股票总是亏损而卖出的股票反而赢利。

大卫：我知道，我知道。我的股票投资决策总是错误的。我想我要放弃持有股票而坚定地投资债券了。

詹妮弗：听着，大卫。我跟其他几个人谈论过你投资遇到的麻烦，我希望你可以去咨询一下投资顾问。他们可以从行为心理学角度帮助投资者了解自己失败的原因。投资顾问会帮助你纠正你的错误行为。大卫，我已经为你预约好了。去见见他吧。

行为金融学

时间：第二个星期

大卫对投资顾问还有些怀疑。他原本认为理解股票需要经济学、统计学和数学知识。他从来没听说过还需要心理学的知识。不过他知道自己需要帮助，去咨询一下投资顾问对他也不会有什么坏处。

投资顾问：我已经看过您的简历了，也跟您的妻子详细探讨过。您是来我们这里咨询的投资者中非常典型的一个。我是经济学的一个分支——行为金融学的忠实拥护者。我的专业所探讨的很多问题都是建立在心理学思想的基础之上的，这些思想以前很少被用于股市和投资组合的管理中。

我先向您介绍一些背景知识。近年来，金融学中占统治地位的理论都是假设投资者的目标是期望效用或者福利最大化，并假设投资者的行为总是理性的。这是消费者理性选择理论（rational theory of consumer choice）——该理论假设投资者在面对未知结果时的行为具有确定性——的扩展。

20世纪70年代的两位心理学家，阿莫斯·特韦斯基和丹尼尔·卡尼曼发现很多投资个体的行为并不符合上述理论的预测。他们建立了一个新的模型——期望理论（prospect theory）——关于个体在面对不确定性的情况下如何行动并做出决策。[1]这个模型奠定了他们在行为金融学中的先驱者地位，其研究

[1] Daniel Kahneman and Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk," *Econometrica*, vol.47,no.2(March 1979).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也使得金融学取得了很大的进展。

流行风尚、社会动态和股市泡沫

投资顾问：我们首先来讨论一下您当时购买网络股的决策。回想一下1999年10月，您还记得当初您为什么选择购买这些股票吗？

大卫：是的。那时候，我手中持有的股票根本没有升值潜力。而和我一起工作的朋友正投资于网络股并且挣了很多钱。人们对这些股票极其狂热。每个人都断言网络引起的信息革命可以彻底改变目前的商业模式。

投资顾问：当所有人对股市都信心百倍时，您应该特别谨慎。股价不仅仅建立在经济价值的基础上，同样受到心理因素的影响。作为行为金融学带头人之一的耶鲁大学经济学家罗伯特·希勒，曾强调流行风尚和社会动态在资产价格的决定中扮演着重要的角色。[一]希勒指出仅靠股利等经济因素远远不能解释为什么股票价格如此不稳定。[二]他认为流行风尚对投资者决策有着重要的影响，正是这些因素引起了股价的超长波动。

大卫：我曾经也对这些网络股产生过怀疑，但是其他人似乎对其坚信不疑。

投资顾问：看看其他人对您做出决策影响多大，他们妨碍了您做出更好的判断。心理学家一直都认为排除众议独立做出自己的判断是非常困难的。一位叫做所罗门·阿希的社会心理学家通过一个非常有名的实验进一步证实了这个观点。他让测试者排成四排，并要求他们从中选出两个高度一样的人。答案显而易见，但是当阿希博士的助手混在测试者当中试图混淆他们的思维时，测试者的答案往往就有问题了。[三]

从众实验证实了导致测试者做出有悖于他们自己最优判断的不是社会压力，而是他们不相信大多数人都会出错。[四]

[一] Robert Shiller, "Stock prices and Social Dynamics," *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, D.C.: Brookings Institution, 1984.

[二] Robert Shiller, "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends?" *American Economic Review*, vol.71, no.3(1981), pp.421-436. See Chapter 16 for further discussion.

[三] Solomon Asch, *Social Psychology*, Englewood Cliffs, H.J.:Prentice-Hall, 1952.

[四] Morton Deutsch and Harold B.Gerard, "A Study of Normative and Informational Social. Influences upon Individual Judgment," *Journal of Abnormal and Social Psychology*, vol 51(1995),pp. 629-636.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大卫：你说的太对了，那么多的人在追捧这些股票，让我觉得一定有利可图，如果我不买进这些网络股，我会觉得自己错过了机会。

投资顾问：我明白。互联网和科技股泡沫是社会压力影响股价的一个极好的例证。办公室里的闲谈、新闻头条和分析师的预测——这些都会催生投资这些股票的狂热。心理学家把这种从众的倾向叫做群居本能（herding instinct）——个体总希望他们的想法与流行观念一致。

类似网络股这样的泡沫已经出现过很多次了。1852年，查尔斯·麦凯在其名为《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》（*Extraordinanry Deluions and the Madness of Crowds*）的书中列出了一系列的金融泡沫，在这些金融泡沫发生时，投机者被不断上涨的价格所诱惑，形成了购买狂潮：英国南海（South Sea）泡沫，1720年左右的法国密西西比泡沫，以及一个世纪以前荷兰发生的郁金香狂潮。[1]

我来给您读一下这本书中我最喜欢的一段。看看您的行为是否和它描述的相符：

> 我们发现所有的民众的注意力忽然都集中在了同一种事物上，他们疯狂地追求着它；数百万的民众同时产生了一种错觉并疯狂地追捧……本来理智的民众顷刻间变成了孤注一掷的赌徒，把他们大部分的资金都压在了一页纸的流转上……有句话说得好，人，存在羊群式的思维方式……他们一起走向疯狂，但是却一个一个地慢慢恢复理智。

大卫（摇着头）：历史上这种情况时有发生。虽然每次都有人指出去年的情况和以往很相似，但我还是坚信“这次情况不一样”。

投资顾问：您的想法和其他很多人一样。投资者的从众倾向是金融史中一个不变的特点。虽然有时候“群众”的选择也是正确的，[2]但是从众往往会使您误入歧途。

大卫，您有没有过这样的经历，您到了一个新的城市，发现自己在两个饭店中难以选择？如果这两个饭店的距离差不多，那么一个非常理性的选择

---

[1] Charles Mackay, *Memoirs of Extraordinary Popular Deluions and the Madness of Crowd*, London: Bentley, 1841.

[2] 参见James Surowiecki, *The Wisdom of Crowds*, New York: Anchor Books, 2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式就是看看哪个饭店生意好，因为在生意好的饭店吃饭的客人中，很可能有一部分人是在两家都尝试过的基础上选择了较好的一家。但是同样的道理，当您在生意好的饭店吃饭时，您也就增加了下一位进餐者进来用餐的几率，以此类推。最终，所有的人都会到那家饭店吃饭，即使另一家也许会更好。

经济学家称这种决策过程为从众风潮（information cascade），而且这种现象在金融市场上经常发生。[⊖]例如，当一家公司投标购买另一家公司时，其他公司也会加入。当某公司的首次公开发行（IPO）吸引很多拥护者时，其他的投资者也会随之而来。每个人都认为“有些人知道些什么”，而自己也不能错失良机。这样的想法有时候是正确的，但是大多数情况下是错误的。

过度交易、过分自信和选择性偏差

投资顾问：大卫，现在我们转换一个话题。从您的交易记录可以看出来您是一个特别活跃的交易者。

大卫：我不得不这样。各种信息不断冲击着市场，让我觉得自己必须不断调整投资组合才能适应新的信息。

投资顾问：我来告诉您一些事情，您的频繁交易除了给您带来额外的焦虑和更低的收益率以外什么作用都没有。有两位经济学家在2000年发表了一篇名为“交易危及您的财富：(Trading Is Hazardous to Your Wealth）的文章。我还要加一句，交易也危及您的健康。这两位经济学家研究了几万个交易者的交易记录，发现那些交易最活跃的交易者的收益率要比那些不经常交易的交易者收益率低7.1%。[⊜]

大卫：你说得对。我也认为频繁的交易降低了我的收益率。我原以为我领先其他人一步，但事实并非如此。

投资顾问：要成为一个成功的投资者是非常困难的。即使那些把全部精力都投入到股票交易中的聪明人也极少能得到超额回报。

⊖ Robert Shilller, “Conversation ,information, and Herd Behavior,” *American Economic Review*, vol.85, no.2(1995), pp.181-185; S.D.Bikhchandani, David Hirshleifer, and Ivo Welch, “A Theory of Fashion, Social Custom and Cultural Change,” *Journal of Political Economy*, vol.81(1992), pp.637-654; and Abhijit V. Banerjee, “A Simple Model of Herd Behavior,” *Quarterly Journal of Economics*, vol.107,no.3(1992), pp.797-817.

⊜ Brad Barber and Terrance Odean, “Trading Is Hazardous to Your Wealth:The Common Stock Investment Performance of Individual Investors,” *Journal of Finance*. vol.55(2000), pp. 773-806.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题在于大多数人对于他们自己的能力过于自信。换句话说，普通人，无论是学生、商人、司机或者其他职业者，都相信自己比一般人要强，当然，这从统计学角度来看是不可能的。[一]

大卫：是什么导致了这种自负呢？

投资顾问：产生自负有很多原因。首先，存在一种我们称之为自我归因偏差（self-attribution bias）的现象，这种偏差导致人们在事情有所好转的时候归功于自己的才能，虽然事实并非如此。[二]您还记得2000年3月您向您的妻子炫耀自己买了网络股的决定有多明智吗？

大卫：记得，可是我犯了一个大错！

投资顾问：您最初的成功让您变得过于自信。[三]您和您的朋友把您在股票上的收益归功于您巧妙的投资，即使这些收益来源于运气。

另一个导致人们自负的因素是一种倾向，人们倾向于在看似相同的事件中最大限度地找出它们的相似之处，[四]这被称为选择性偏差（representative bias）。这种偏差实际上来源于人们的认知过程。当我们看到一些似曾相识的事物时，我们会形成一种典型性启发法来帮助我们认识这些事物。但是我们看到的相似之处往往是错误的，以至于我们得出的结论也被误导了。

大卫：我得到的投资时事通讯上说过去每当这样那样的情况发生时，市场就会如何发展，并暗示这样的情形一定还会重现。但是当我试着采用这些建议时，从来没有成功过。

投资顾问：多年来，传统的金融学家一直在告诫大家在建立经济数据模型时一定要谨慎，可事实上这些模型可能并不存在。通过研究过去的数据建

[一] B. Fischhoff, P. Slovic, and S. Lichtenstein, "Knowing with Uncertainty: The Appropriateness of Extreme Confidence," *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, vol.3 (1977), pp: 552-564.

[二] A.H.Hastorf, D.J.Schneider, and J. Polefka, *Person Perception*, Reading: Mass: Addison-Wesley, 1970.

[三] 要了解把成功作为自负产生原因的模型，参见Simon Gervais and Terrance Odean, "Learning to Be Overconfident," *Review of Financial Studies*, vol. 14, no. 1 (2001), pp. 1-27.

[四] 要了解把典型性启发法作为自负产生原因的模型，参见either N.Barberis, A.Shleifer, and R.Vishny, "A Model of Investor Sentiment," National Bureau of Economic Resarch(NBER) Working Paper, No.5926, NBER Cambridge, Mass., 1997, or Kent Daniel, David Hirshleifer, and Avandihar Subrahmanyam, "Investor Psychology and Security Market Under-and Overreactions," *Journal of Finance*, vol. 53, no. 6(1998), pp. 1839-1886.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立模型称为数据挖掘（data mining），而现在广泛使用的电脑程序使这个过程相对于以前来说容易得多了。[⊖]通过大量的样本数据来观察股价的波动，您会发现一些惊人的相似之处——就好像在过去的100年中，在每个月的第三个周四满月的时候，股票价格就会上涨。

选择性偏差导致了股票市场上一些严重的错误，即使形势非常相似也是如此。1914年7月，第一次世界大战爆发的时候，纽约股票交易所的官员认为这将是一场大灾难，因此决定闭市5个月。这个决定是完全错误的！当时美国成为欧洲武器的供应商；交易量激增，1915年也成为美国股市历史上最好的年份之一。

1939年9月，德国入侵波兰，投资者回顾了第一次世界大战时股市的表现。认为股票回报率将会大幅上涨，于是疯狂地买进股票，致使股市在第二天的交易中上涨了7个百分点！但是这次投资者又错了。富兰克林·罗斯福决定不让企业像在第一次世界大战中那样发战争财，所以在经过了几天上涨之后，股市陷入了严重的熊市，直到约6年之后，才恢复到了1939年9月的水平。显然，选择性偏差是这次错误的罪魁祸首，因为两次世界大战并不像人们想象的那样相似。

从心理学角度来讲，人类不愿接受周围所有的随机事件。得知股市上的大多数变动是随机的并且没有任何原因，会让很多人感到不安。个体存在着一种深层次的心理需求，他们想知道一些事情发生的原因。这也是记者和所谓专家受到追捧的原因。他们非常乐意用一些往往错误的解释来填补我们认知中的漏洞。

大卫：我确实存在这种选择性偏差。我还记得2000年7月，在我买进这些科技股之前，我的经纪人把这些公司比作1850年淘金热中的设备供应商。当时这看似是很有见地的类比，但事实上情形却大相径庭。非常有趣的是，作为专家的经纪人也和我一样自负。

投资顾问：确有证据表明专家比普通人更易于自负。所谓的专家在经过训练以后，会用特定的方式来分析这个世界，然后找到一些正面的而非自相

⊖ 关于数据挖掘，请参见Andrew Lo and Craig MacKinlay, "Data-Snooping Biases in Tests of Financial Asset Pricing Models," *Review of Financial Studies*, vol. 3, no. 3, (Fall 1999), pp. 431-467.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

矛盾的证据来宣扬他们的观点。㊀

现在回想起2000年来，当媒体不断对分析师关于整个产业的观点进行攻击时，他们的回应相当勉强。在很多公司形势好转之后，分析师也不知道该如何解释悲观的经济形势，所以他们宁愿选择忽略它。

分析师回避坏消息的倾向在网络股上更为明显。即使出现了铺天盖地的坏消息，很多分析师还是坚信这些股票代表着未来的发展趋势，直到这些股票价格跌幅达80%～90%的时候，他们才开始给这些股票降级！

这种忽略与自己观点不相符的消息的倾向被称为认知失调（cognitive dissonance）。认知失调是指当我们遇到一些和自己观点不相符的证据时，或者当我们的能力和行为并不像我们所认为的那样时，我们会产生不安情绪，而且还会自然而然地将这种情绪最小化，这种行为致使我们难以意识到自己的自负。

期望理论、损失厌恶和持续进行损失交易

大卫：我明白了。我们能不能讨论一下个股的问题？为什么在我的投资组合中有那么多的股票亏损呢？

投资顾问：您还记得我之前说过卡尼曼和特韦斯基提出了期望理论而创立行为金融学吗？他们理论中的一个关键点就是个体会形成一个基准点，然后按照这个参考点来衡量他们的业绩。他们发现通过这个参考点的衡量，损失一定数量的钱给个体带来的不安要远远大于获得同样数量的钱带来的喜悦。他们把这种行为叫做损失厌恶（loss aversion）。另外，他们还提出投资者持有或者卖出股票的决定在很大程度上受到该股票目前形势的影响，换句话说，受到投资者赢利还是损失的影响。

大卫：我们一步一步来讨论。你说的基准点指的是什么？

投资顾问：我来问您一个问题。当您买进一只股票时，您如何衡量它的业绩？

大卫：我会计算在我购买之后这只股票的涨幅或者跌幅。

投资顾问：准确地说，通常基准点是指投资者的股票买入价。投资者会

㊀ David Dreman, *Contrarian Investment Strategies*.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盯住这个基准点而排斥其他所有的信息。芝加哥大学的理查德·泰勒在研究投资者行为方面做出了开创性的贡献，他把这种现象称为心理账户（mental accounting）。[1]

当买进一只股票时，您就会把购买价格作为基准点开设一个心理账户。同样，当您买进一组股票时，您会单独考虑每一只股票的基准点或者把它们综合起来考虑，开设一个心理账户。[2]无论您的股票是赢利还是损失都会影响到您持有或者卖出股票的决策。而且，当账户中多数股票处于损失状态时，人们更倾向于把单个损失加总起来考虑，因为考虑一个大损失要比考虑许多小损失更容易让人接受。避免损失也就成为了很多投资者主要的目标。

大卫：您说得对。一想到那些科技股的损失我就不知所措了。

投资顾问：这是一个非常自然的反应。您不想在损失时卖出股票的一个主要原因是您的自尊心在作祟。每一项投资既有资金的投入，也有情感的投入，这就使得投资者难以客观地对资产进行评估。当您以微利卖出网络股时，您的感觉还不错，但是随后买入的网络股却从来没有赢利过。甚至当前景十分惨淡时，您不仅不放弃，甚至买进了更多这种股票，希望它们可以触底反弹，弥补之前的损失。

期望理论认为很多投资者的做法和您一样——增加买入，铤而走险，期望可以靠股价的反弹来轧平头寸。[3]

大卫：是的。我原以为买进更多的股票有可能弥补以前的损失。

投资顾问：您和其他大部分投资者想法是一样的。1982年，在勒洛伊·格罗斯为股票经纪人写的一本指南中他把这种现象称为“轧平头寸癖”（get-even-it is disease）。[4]他认为相比于其他失误，轧平头寸癖对投资组合的损害可能更大。

对于我们来说，承认自己的投资决策失误是件很困难的事，向其他人承

---

[1] Richard Thaler, "Mental Accounting and Consumer Choice," *Marketing Science*, vol.4,no.3(Summer 1985), pp.199-214.

[2] Richard H Thaler, "Mental Accounting Matters," *Journal of Behavioral Decision Making*, vol.12 (1999), pp.183-206.

[3] Hersh Shefrin and Meir Statman, "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence," *Journal of Finance*, vol.40,no.3 (1985), pp.777-792.

[4] Leroy Gross, *The Art of Selling Intangibles*, New York: New York Institure of Finance, 1982.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认这个失误就更困难了。但是想要成为一个成功的投资者，必须这样做，别无选择。在投资组合决策中必须向前看，过去发生的事情既然无法改变，就勇敢地承认事实。正如经济学家所说，这是一个沉没成本（sunk cost）。当您并不看好某只股票时，无论目前是盈利还是亏损您都应该果断卖出。

大卫：当买进更多股票时我觉得那些股票很便宜，有些甚至比其峰值低50%以上。

投资顾问：您这是跟什么相比较呢？相对于它们过去的价格便宜还是相对于它们未来预期价格便宜？您认为这只股票过去80美元的价格现在降到40美元是便宜的，然而您从来没有考虑到40美元也许仍旧太贵。这也证明了卡尼曼和特沃斯基行为学的另一个发现：锚定（anchoring），或者说当投资者面对复杂的决策时用一个“锚”（anchor）或者一个暗示的数字来做出判断的倾向。[⊖]判断股票“适当”的价格是一项很复杂的工作，所以人们自然而然地就会想到用最近的股票价格作为锚来判断现在的成交价格。

大卫：如果遵照你的建议，一旦我不看好某只股票，就断然卖出的话，我可能会损失更多呀。

投资顾问：说得对！大部分投资者恰恰反其道而行之，所以获得的收益非常低。研究表明，投资者在获益50%的时候卖出股票要比在损失时卖出股票可能性更大。[⊜]这也就意味着相对于亏损的股票，那些当前价格高于其买价50%的股票更容易被卖出。即使这样会增加税收成本，交易者也会这么做。

现在讲一个我成功说服一个短期交易者的故事。他告诉我他80%的交易都是赢利的，但是总体来看却是亏损的，因为他的亏损额超过了赢利额。

在听取了我的建议以后，他成为了一个成功的投资者。现在，他说虽然他只有1/3的股票赢利，但是总体而言也是赢利的。当股市并不按照他预定的设想发展时，他就会迅速卖出那些亏损的股票，只持赢利股。华尔街一句古老的格言可以总结上述经验：**止住亏损，滚动赢利**。

⊖ Amos Tversky and Daniel Kahneman, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases," *Science*, vol.185 (1974), pp.1124-1131.

⊜ Terrance Odean, "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses," *Journal of Finance*, vol.53,no.5 (October 1998), p.1786.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免行为陷阱的方法

大卫：现在我仍然不敢重新进入股市。我希望学习一些正确的长期投资策略。我怎么才能克服这些行为陷阱，成为一个成功的长期投资者呢？

投资顾问：大卫，很高兴您现在没有进行交易了，因为我客户中只有很少的一部分适合从事股票交易。

要想成为一个成功的长期投资者，必须制定相应的规则和激励措施才能保证您的投资走向正轨——这也称为预先承诺（precommitment）。[⊖]您最好制定一个资产分配原则并坚持下去。如果您有足够的相关知识，就可以自己制定原则，也可以和投资顾问一起制定。尽量不要在事后再对您的分配原则品头论足。当我们仔细观察股市每天的起起伏伏时，会发现基本面因素带来的收益变化远远没有我们想象的那么快，请谨记这一点。一个严格的投资策略往往是一个成功的策略。

如果您愿意的话，并不需要取消所有的交易。如果只是做短线，那么我建议您建立一个止损指令来使您的损失最小化。不要一厢情愿地认为股价最终会反弹而让您的损失一再扩大。最后，不要把交易情况告诉朋友。如果辜负了他们的期望，您会在挽回损失和承认自己失误时更加勉强。

大卫：必须承认有时候我确实喜欢频繁进出市场。

投资顾问：如果您确实喜欢交易，那就建立一个小型交易账户，这个账户要和其他的投资组合完全独立。所有的经纪人佣金和税收都要从这个账户中扣除。考虑一下您投入到该交易账户的资金，交易成本和交易损失很可能会导致这个账户的资金消失殆尽。请注意绝不能超过这个资金账户的限额。

如果那样做还不奏效，或者您仍然担心股市随时发生变动，或者产生了交易的冲动，不妨打电话给我，我会帮助您的。根据新闻报道，一些具有创新意识的交易者建立了一个交易者匿名计划（traders'anonymous programs），为那些无法抵制频繁交易诱惑的交易者提供了很好的帮助。[⊜]您也可以试一试。

⊖ Hersh Shefrin and Richard Thaler, "An Economic Theory of Self-Control," *Journal of Political Economy*, vol.89, no.21(1981), pp.392-406.

⊜ 参见Paul Sloan, "Can't Stop Checking Your Stock Quotes" *U.S.News&World Report*, July 10, 2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短视性损失厌恶、投资组合监测和股权风险溢价

大卫：我在股市上的业绩如此之差，甚至考虑过放弃股票而专注于债券投资，但我也知道债券并不是一个好的长期投资选择。那你认为我应该多久核算一下我的股票投资组合呢？

投资顾问：这个问题很重要。如果您买进股票，在购买后很长一段时间内，股票资产组合的价格很可能会降到当初的买入价以下。我们已经讨论过损失厌恶会使这种价格下降给投资者带来困扰。但是，因为从长期来看，股价总是上涨的，所以如果您可以耐心等待一段时间再来核算您的投资组合，那么损失的可能性就会大大降低。

两位经济学家对监测间隔（monitoring interval）是否会影响投资者资产组合的决策进行了研究。[㊀]他们进行了一个认知实验（learning experiment）。在实验中，测试者会看到两种不同种类资产的收益率。一组测试者看到的是股票和债券的年收益率，另一组测试者看到的则是股票和债券分别在5年、10年和20年期内的总收益率。两个小组的测试者需要在股票和债券中选择一种投资组合。

与后者相比，看到年收益率的测试者中只有小部分选择投资股票。因为股票的短期波动性导致其收益率较低，从而影响了人们的选择。但是从长期来看，股票显然是个更好的选择。

这种把决策建立在股市短期浮动基础之上的倾向被称为短视性损失厌恶（myopic loss aversion）。由于从长期来看，股票发生损失的可能性很小，如果受到损失厌恶影响的投资者不会频繁地核算其投资组合的话，他们选择股票投资的可能性也许会更大。

大卫：说得太对了。我所观察的短期股票风险都很大，以至于我都开始怀疑为什么那么多人选择股票投资了。但是从长期来看，股票业绩如此优良，我又会想为什么还有人不选择投资股票呢！

投资顾问：没错，伯纳特兹和理查德 · 泰勒认为这种短视性损失厌恶是解决股权溢价之谜的关键所在。[㊁]很多年来，经济学家都试图找出股票收益

㊀ Shlomo Bernartzi and Richard Thaler, "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle," *Quarterly Journal of Economics*, 1995, pp.73-91.

㊁ 关于"股权溢价之谜"的详细描述请见第8章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远远高于固定收益资产收益的原因。研究表明，在20年甚至更长的时期内，一个多样化的股票投资组合在剔除通货膨胀因素后不仅收益较高，而且比政府债券更安全。但是投资者过多地关注短期收益导致股票风险趋高，所以必须有更高的溢价才能吸引投资者投资股票。相反，如果投资者不对其资产组合进行频繁核算的话，股权风险溢价可能会显著降低。

伯纳特兹和泰勒认为高股权溢价与短视性损失厌恶以及对收益率的年度核算是一致的。但是他们同时也提出，如果投资者每10年才对其投资组合配置进行一次核算，那么2%的股权溢价就足以吸引投资者投资股票了。当核算期限延长到20年时，溢价就会降到1.4%，如果核算期限达到30年，溢价就可能接近1%了。如果溢价降到如此低水平，股票价格就会显著提高。

大卫：你的意思是不是我不应该过多关注我的股票？

投资顾问：您可以随时关注您的股票，但是不要轻易改变长期策略。记得要制定相应的规则和激励机制。坚持长期的投资组合比例不要轻易改变，除非有重大证据表明某个部门与其基本面因素相联系的价格已经被明显高估了，就像科技股在泡沫顶点时的情形一样。

逆向投资和投资者情绪：提升投资收益率的战略

大卫：有没有一种途径可以使得投资者能利用其他投资者的行为弱点而从中获得超额收益呢？

投资顾问：与其他投资者保持相反的投资方式或许会给您带来巨大的收益。一个持有不同观点的投资者被称为逆向投资者，该投资者对主流观点持不同意见。逆向投资战略是由一个名叫汉弗莱·尼尔的学者在他的一本名为《逆向投资是值得的》（*It Pays to Be Contrary*）的小册子中首先提出来的，最早出版于1951年，后来改编成了一本名为《逆向思维的艺术》（*The Art of Contrary Thinking*）的书。尼尔在他的书中宣称："当所有人的想法都一样时，可能所有人都错了。"[⊖]

逆向投资者主要关注的是投资者情绪等方面的心理因素，也就是说大部分投资者在股价较高时过度乐观而在股价较低时过度悲观。

⊖ Humphrey B. Neil, *The Art of Contrary Thinking*, Caldwell, Idaho: Caxton Printers, 1954, p.1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，这也不是一个新的概念。伟大的投资家本杰明·格雷厄姆早在70多年前就指出："投机者的心理会对其成功产生重大不利影响。因为投机者在价格高点时是最乐观的，而在价格低点时是最沮丧的。" ⊖

大卫：但是我怎样才能知道投资者何时太过乐观或者悲观呢？那不是非常主观的情绪吗？

投资顾问：不完全是。坐落于纽约新罗谢尔市的一家名为投资者情报局（Investors Intelligence）的公司发布了一些长期适用的投资者情绪指标。在过去40年里，该公司对很多市场时事通讯进行了研究，按照对股市未来走向判断的不同，把它们分为看涨情绪、看跌的情绪和中性情绪。

根据投资者情报局的数据，我采用看涨通讯占看涨通讯和看跌通讯总和的比例计算出一个投资者情绪指数，随后我又计算了在这些情绪通讯发布之后的股票收益率。

比较结果如表19-1所示，这可以作为投资者情绪指标的一个极好的预测参考指标。只要投资者情绪指数较高，随后的市场收益率就会比较低；而当情绪指数较低时，随后的收益率就高于平均水平。这个指数是在接下来的9～12个月中市场收益率的一个极好的预测指标。

表19-1　投资者信心和随后的道琼斯指数价格收益率：情绪指数=看涨通讯数/（看涨通讯数+看跌通讯数）

1970～2006年		情绪通讯发布后的年收益率（1970年1月2日～2006年6月2日）（%）			
情绪指数	频率	3个月	6个月	9个月	12个月
0.2～0.3	1.14	18.52	15.40	22.79	20.74
0.3～0.4	8.34	12.24	13.79	16.52	15.82
0.4～0.5	15.28	20.30	15.02	13.06	13.43
0.5～0.6	27.29	15.98	13.61	11.10	10.21
0.6～0.7	27.60	8.61	6.75	6.66	6.03
0.7～0.8	15.95	10.45	7.17	7.03	6.74
0.8～0.9	3.83	−0.39	0.23	−3.32	−1.79
0.9～1.0	0.57	0.35	−3.87	−9.17	−10.18
总计	100.00	12.72	10.35	9.45	9.02

⊖ Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis*, 1st ed., New York:McGraw-Hill, 1934, p.12.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

1990～2006年		情绪通讯发布后的年收益率（%）			
情绪指数	频率	3个月	6个月	9个月	12个月
0.30～0.35	1.28	20.43	15.83	15.51	20.66
0.35～0.40	3.27	16.69	18.19	18.63	20.85
0.40～0.45	4.78	30.10	22.52	20.99	21.24
0.45～0.50	7.12	33.39	18.61	15.25	15.24
0.50～0.55	15.17	21.80	17.98	15.74	14.81
0.55～0.60	17.97	12.92	11.61	11.36	11.05
0.60～0.65	24.85	4.65	5.67	6.91	6.25
0.65～0.70	14.35	5.37	5.34	4.38	5.35
0.70～0.75	8.63	10.64	7.04	6.63	6.43
0.75～0.80	2.57	3.03	6.86	4.51	5.02
总计	100.00	13.19	11.04	10.38	10.33

图19-1显示了1986年1月以来的情绪指数。与1987年的股市大崩盘相对应的是投资者的悲观情绪。在接下来的几年中，一旦市场走低——就像1988年5月和12月以及1990年2月那样——投资者就担心股市会再次崩盘，情绪就会

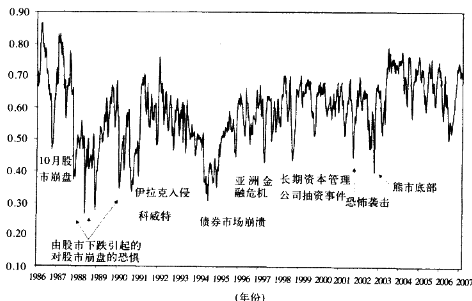


图19-1 投资者情报局情绪指数（1986～2007年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

急剧降低。在伊拉克入侵科威特、1994年债券市场大崩溃、1997年10月亚洲金融危机、1998年夏末长期资本管理公司的紧急抽资、2001年9月的恐怖袭击、2002年10月市场触底等事件发生后，看涨情绪指数曾一度降到50%以下。而这些都是投资的绝佳时机。

研究发现，当投资者情绪突然降低时，利用期权价格计算出的衡量市场内在波动性的波动指数就会同步上升。[㊀]用期权溢价来衡量的市场焦虑情绪与投资者情绪呈显著的负相关关系。

失宠股票和道10策略

大卫：能否用逆向投资策略来选择个股？

投资顾问：可以。逆向投资者相信乐观和悲观情绪的交替对整个股市产生影响，同样也会影响到单个股票的业绩。因此，购买失宠的股票反而可能是一个赢利策略。

沃纳·迪·伯恩特和理查德·泰勒通过调查过去赢利者以及损失者的股票投资组合，来观察研究近期股票回报率的投资者是否会对未来收益率过于乐观或过分悲观。[㊁]我们的分析以5年为一个阶段。在过去5年中，赢利的投资组合接下来可能会比市场平均水平低10%，而亏损的投资组合随后的收益率则可能比市场均值高出30%。

为什么这种策略在选择个股时有效呢？其中一个解释和我们之前讨论过的典型直观推断倾向有关。人们在预测股票未来业绩时过分依赖目前的股价行情。尽管有证据表明某些短期内回报率较高的股票在长期表现不佳，然而一些短期业绩较差的股票在长期内却有不俗的表现。另一个根据失宠股票构建的策略被称为狗股策略（Dogs of the Dow）或者称为道10策略。[㊂]

大卫：今天你给我上的这一课真是让我受益匪浅啊。看起来我好像陷入了很多行为陷阱当中。不过让人感到宽慰的是还有很多和我一样的人，而你

㊀ 关于波动指数的讨论请见第16章。

㊁ Werner F. M. De Bondt and Richard H. Thaler, "Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance*, vol.49,no.3(1985), pp.793-805.

㊂ 这个战略在第9章中有详细的描述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的咨询建议帮助了很多其他的投资者。

投资顾问：他们不仅得到了帮助，而且还成为了成功的投资者。对很多人来说，在投资上取得成功所需要获得的知识要比他们在工作以及人际关系上取得成功需要的知识更加深奥。华尔街一个古老的格言很有道理：**在股市中正确定位是需要付出很大代价的。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五部分
Part5

通过股票积累财富

华章经典·金融投资
HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

SHORT SELLING O

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第20章

Chapter20

基金业绩、指数化投资和战胜大盘

我并不认为专业分析师能够从普通股里选出那些业绩优于市场平均值的个股，更不要说那些没有经过训练的投资者了。因此，我认为标准的资产组合多少应该按照道琼斯工业平均指数来构建。

——本杰明·格雷厄姆

机构投资者本身就代表着市场，在这种情况下，他们怎么才能战胜大盘呢?

——查尔斯·埃利斯

华尔街上流传着一个古老的故事。两个股票基金经理人在一个国家公园里宿营。搭好帐篷以后，第一个经理人提醒第二个经理人他们这块营地可能有黑熊出没，公园管理人要大家小心。第二个经理人笑着说："我一点都不担心，我跑步很快。"第一个经理人摇了摇头说："你不可能比黑熊跑得还快，它们捕食时的时速为25英里。"第二个经理人回答说："我当然知道我跑不过黑熊，但重要的是我比你跑得快。"

在基金管理这个弱肉强食的环境中，衡量基金经理人的业绩不光看其绝对收益，还要看与一些基准相联系的相对收益。这些基准包括标准普尔500指数、威尔夏5 000指数、拉塞尔指数和最近在华尔街相当流行的"风格化"投资指数。但是投资活动与其他任何竞争性活动有一个最根本的区别，那就是，大多数其他活动如果不经过专业训练，则无法达到平均标准；但是在股票市场上，即使没有经过任何训练，投资者也可以达到一般人的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上述观点或许有些令人吃惊，但道理其实很简单：因为每个投资者持有的资产总和应该等于市场资产总和，所以市场总体业绩就是所有投资者以美元衡量的平均业绩。因此，只要一个投资者的业绩优于市场平均水平，必定有另外一个投资者的业绩劣于市场平均水平。所以，如果某投资者的业绩与市场持平，就至少能保证其收益不低于平均水平。

但是投资者如何才能实现整个市场的平均业绩呢？在1975年以前，除了那些对市场影响力非常大的投资者以外，一般的投资者都很难实现这个目标。有谁能够同时持有美国股票交易所挂牌交易的上千家公司的所有股票呢？

但是自20世纪70年代中期以来，指数共同基金和交易型开放式指数基金迅速发展，其业绩很快就能够与主要股票指数业绩相当了。在过去几十年里，一般的投资者都只需支付很少的成本和投资金额就能使自己的投资业绩与一系列市场指数业绩匹配。而且，第9章的研究已经指出，过去几年来，新型指数的不断发展很有可能帮助投资者的业绩超过市场平均水平。

股票共同基金业绩

许多人声称努力实现市场业绩平均水平并非最佳策略。如果市场上存在足够多的投资者因为消息不灵通而使其业绩长期劣于大盘，那么其他消息灵通的投资者或者专业投资机构业绩就有可能战胜大盘。

不幸的是，从大部分交易活跃的基金的历史记录来看，事实并非如此。我们有两种方法可以衡量长期基金回报率。一种是计算在整个检验期间内所有基金的回报率，但是这种方法可能导致基金长期回报率产生存活偏差(survivorship bias)，从而高估投资者所能获得的收益。存活偏差之所以存在是因为那些业绩较差的基金通常会及时退出市场，所以统计数据中就只包含剩下的业绩较佳的基金。第二种方法更为精确，具体做法是逐年计算所有存在的股票共同基金的平均业绩。

表20-1列出了两种方法计算的所有结果。从1971年1月到2006年12月，股票共同基金的年均回报率为10.49%，比威尔夏5 000指数回报率低1.06%，比标准普尔500指数回报率低1.04%。事实上，这些幸存的基金的回报率每年的增长幅度已经达到了0.8%，但是仍然低于市场平均水平。排除了买卖费用之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后更是会减少投资者的净收益。[⊖]

表20-1 股票共同基金和基准回报率：年均复利回报率
（减去了买卖费用，1971年1月～2006年12月）

	所有基金	"幸存"基金	威尔夏5 000	标准普尔500	小盘股	所有基金减去威尔夏5 000	"幸存"基金减去威尔夏5 000
1971～2006年	10.49% (16.6%)	11.29% (16.4%)	11.55% (17.4%)	11.53% (17.0%)	13.47% (22.3%)	−1.06%	−0.26%
1975～1983年	18.83% (12.9%)	20.13% (13.1%)	17.94% (15.0%)	15.74% (15.5%)	35.32% (14.3%)	0.89%	2.19%
1984～2006年	10.80% (15.0%)	10.99% (14.7%)	12.26% (16.2%)	12.77% (16.1%)	10.15% (19.2%)	−1.46%	−1.27%

注：括号中是标准差。

共同基金的业绩并不是每年都那么差。在1975～1983年这段时间内，当小盘股回报率达到每年35.32%时，交易活跃的共同基金回报率的确超过了威尔夏5 000和标准普尔500指数。股票共同基金通常会在小盘股业绩优于大盘股时表现良好，因为那时许多基金经理人都会买入大量小盘股来获取高额收益。

自1983年小盘股繁荣终结以来，共同基金的年均回报率就开始走下坡路，每年大约比威尔夏5 000指数或者标准普尔500指数低1.5%左右。

图20-1显示了在1972～2006年间，一般股票基金业绩超过威尔夏5 000和标准普尔500指数所占的比重。在这35年间，大多数共同基金业绩只有11年超过了威尔夏5 000，而这11年中有9年时间，小盘股表现优于大盘股。过去25年来，股票共同基金只在5年的时间里平均业绩优于市场平均水平。

共同基金业绩下滑始于20世纪70年代。1970年，贝克尔证券公司整理编纂的养老金基金经理人记录让整个华尔街都震惊了。贝克尔公司的统计数据证明，共同基金经理人的年平均收益比标准普尔500指数收益低1%，而且仅有1/4的经理人业绩高于市场平均水平。[⊜]这一研究与许多学术论文的结论一致，特别是威廉·夏普和马歇尔·詹森的研究也证实了股票共同基金的业绩较差。

⊖ 基金数据来源于先锋集团。参见约翰·伯格，《Bogle on Mutual Funds》，Burr Bidge, III.: Irwin Professional Publishing, 1994, 其中有关于这些数据的详尽描述。
⊜ 资料来源于伯顿·马尔基尔的《漫步华尔街》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

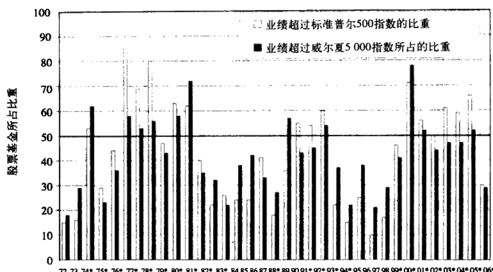


图20-1 业绩超过标准普尔500指数和威尔夏5 000指数的一般股票基金所占比重（扣除买卖费用，1972～2006年12月）

*小盘股业绩超过标准普尔500指数。

图20-2显示了从1972年1月以来138只幸存的共同基金回报率与威尔夏5 000指数回报率之间的差距。

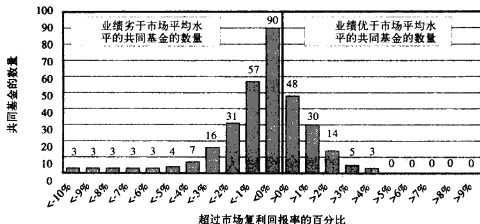


图20-2 幸存共同基金相比于威尔夏5 000的业绩（1972年1月～2006年12月）

在过去35年里，138只共同基金中仅有48只即40%的共同基金业绩超过了威尔夏5 000指数。而其中30只的回报率每年比市场平均水平高1%以上，高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2%以上的共同基金则只有14只。相反，65%的幸存共同基金业绩都比市场平均水平差，而其中2/3的基金回报率每年比市场低1%以上。而且表20-1也显示出，在扣除了买卖费用以后，这些基金的实际回报率更低。

尽管股票共同基金的业绩普遍较差，但其中仍不乏成功者。整个时期中业绩最好的共同基金是富达基金公司的麦哲伦基金(Magellan Fund)，从1971年到2006年12月其年均回报率达到16.07%，每年比市场平均水平高4个百分点。业绩紧随其后的是富兰克林·坦普顿基金公司运作的Mutual Shares Z，其回报率在整个时期达到16.04%。排在第3位和第4位的分别是由查尔斯·麦奎德和罗伯特·默恩运作的Columbia Acorn基金（以前叫做Liberty Acorn Fund）以及由鲁安、卡尼夫和戈德法布根据沃伦·巴菲特的投资哲学运作的红杉基金（Sequoia Fund)，其持有大量伯克希尔–哈撒韦公司的股票。这两只基金的年均回报率分别为15.57%和15.54%。

尽管上述回报率让人心动不已，但是这些基金之所以能取得如此优秀的业绩很大程度上是因为它们善于抓住机会。据统计，一只基金在整个时期内业绩超过威尔夏5 000指数4%以上的概率为1/12，也就是说，在我们所检验的138只基金中，只有11只能够实现如此优秀的业绩。

当然，我们不可能光用运气来解释麦哲伦基金在1977～1990年这段时间内的高额回报率。在这个时期内，股市传奇人物彼得·林奇运作的麦哲伦基金的回报率每年比市场平均水平高出13%，实在令人难以置信。当然，麦哲伦基金在实现这个高额收益的同时，承担的风险也更大，[⊖]但是如果仅凭运气的话，麦哲伦基金业绩要在14年内超过威尔夏5 000指数的概率仅为50万分之一。

寻找经验丰富的基金经理人

我们绝对有理由相信麦哲伦基金之所以在彼得·林奇时期的业绩如此优秀是因为彼得·林奇在选股上的丰富经验。但是对于大多数基金经理人而言，我们无法断定他们获得的高额回报到底是因为其拥有高超的选股技能还是仅

⊖ 由彼得·林奇运作期间的麦哲伦基金回报率的标准差为21.38%，而当时威尔夏5 000指数回报率的标准差仅为13.88%，麦哲伦基金与威尔夏指数的相关系数为0.86。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凭运气。表20-2计算了选股能力高于平均水平的经理人业绩超过市场平均水平的概率。⊖

表20-2 在假定回报率、风险和相关系数水平的基础上计算基金经理人业绩超过威尔夏5 000的概率（1972～2006年12月） (%)

预期超额	持有期限						
回报率	1年	2年	3年	5年	10年	20年	30年
1	53.8	55.4	56.6	58.5	61.9	66.6	70.1
2	57.6	60.7	63.0	66.6	72.8	80.4	85.3
3	61.3	65.7	69.0	73.9	81.7	90.0	94.1
4	64.8	70.4	74.5	80.2	88.5	95.5	98.1
5	68.2	74.8	79.3	85.5	93.2	98.3	99.5

计算得出的结果令人非常惊讶。即使基金经理人所选股票的预期年回报率比市场平均水平高1%，在10年以后其业绩超过市场平均水平的概率也仅为61.9%，而在30年以后这个概率也只上升到70.1%。如果基金经理人所选股票的年回报率比市场平均水平高2%，那么10年以后其业绩高于市场均值的可能性也只有72.8%。这意味着仍然存在1/4的可能性使得基金经理人的业绩低于市场平均水平。这充分说明，确定某个优秀基金经理人是否能获得高额回报的时间显然比投资者判断其能力的时间要长。

另外，想要识别出一个能力欠佳的基金经理人也非常困难。事实上，只有当其年均业绩连续15年比市场平均水平低4%时，我们才能从统计上确定（也就是说出错概率应该小于0.05）该经理人能力的确较差，而不是仅仅因为其运气不好。到那个时候，投资者的资产价值仅相当于15年前的一半了。

即使是某些非常极端的案例也说明不了问题。例如，如果一个经理人所选股票的年均回报率比市场均值高出5个百分点（自1970年以来，没有哪一只基金有如此骄人的业绩），投资者或许就会肯定地认为这只基金将很快脱颖而出。但事实并非一定如此，1年以后该基金业绩超过市场平均水平的概率仅为70%，2年以后该可能性也只是上升到74.8%。

假设投资者给当年那个尚未显山露水的年轻的彼得·林奇（他所运作基

⊖ 我们假设基金经理人名下客户所承担的风险等于市场风险，其回报率与市场回报率之间的相关系数为0.88，这是自1971年以来股票共同基金使用的代表数值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金的长期业绩比市场平均水平高出5%）下个最后通牒：如果他在2年内仍然不能使基金业绩提高到与市场平均水平相当，就解雇他。表20-2显示出2年内他的业绩超过市场平均水平的概率是74.8%，这意味着其业绩仍然有1/4的可能低于市场均值，而投资者就有可能认为他欠缺判断股票的能力而解雇他。

超额回报率的延续性

对于某些基金经理人来说，如果其过去的业绩超过了市场平均水平，他会不会在将来仍继续沿用这一投资策略？许多研究的结果尚无定论。有些证据显示，某一年业绩较佳的基金在下一年很有可能继续保持骄人业绩。[1]这种短期的延续性很可能是由经理人所遵从的某种特殊的投资风格所致，而这种风格会在几年内给经理人带来超额收益。

但是如果将考察时间放长的话，基金经理人就不太可能继续保持这样骄人的业绩了。艾尔顿、格鲁伯和布莱克宣称经理人的业绩水平一般可以保持3年，[2]而伯顿·马尔基尔、杰克·伯格和其他人则不同意上述观点。[3]在任何情况下，基金回报率都有可能突然改变，不可预测。也许麦哲伦基金在彼得·林奇放手之后业绩下滑在许多投资者的预料当中，但是由比尔·米勒运作的莱格·梅森价值信托基金（Lagg Mason's Value Trust）——其业绩连续15年超过了标准普尔500指数——在2006年和2007年业绩突然下滑则着实出乎了投资者的预料。

基金业绩欠佳的原因

某些基金与市场平均水平相比业绩较差的一般原因并不是这些基金的经理人选择了亏损的股票，而是因为这些基金平均每年需要支付2%的额外费用

---

[1] Darryll Hendricks, Jayendu Patel, and Richard Zeckhauser, "Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988," *Journal of Finance*, vol. 48, no. 1(March 1993), pp. 93-130.

[2] Edwin J.Elton, Martin J.Gruber, and Christopher R.Blake, "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, vol. 69, no. 2(April 1996), pp. 133-157.

[3] John C.Bogle, *The Little Book of Common Sense Investing*, Hoboken, N.J.: Wiley, 2007, Chap.9.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和交易成本。首先，为了寻求超额回报率，经理人不得不频繁买卖股票，这就涉及经纪人佣金和买卖差价的问题。其次，投资者需要支付管理费用（可能还有销售费用和赎回费用）给那些出售基金的机构或者个人。最后，有许多选股能力高超的经理人之间互相进行竞争。正如前面所述，每一个经理人的业绩都优于市场平均水平是不可能的，因为只要有投资者的回报率高于市场均值，必定有其他一些投资者的回报率低于市场均值。

一知半解的危险

有趣的是，对股票估价一知半解的投资者比起那些完全不知道如何构建资产组合的投资者来说，业绩往往更差。比如，现在有一个新入门的投资者刚刚开始学习股票估价，如果新闻媒体报道说某家公司利润丰厚，这类投资者就会认为该股票价格会上涨，而只要股价上涨未达到他的预期水平，他就会买入该股票。然而，那些消息灵通的投资者则与之不同，他们会认为可能是某种特殊环境导致公司利润增加，而这些环境在未来或许会发生改变，因此这类投资者在意识到股价将停止上涨时，非常乐意把手中的股票卖给新入门的投资者。这些资深的投资者可以通过长期积累的经验获得较高的收益，而这些收益正是从那些自以为发现了赚钱机会的新手那里获得的。相反，那些根本不知道公司利润与股价有何关系，对股市一无所知的投资者反而比刚入门的投资者的业绩更好。

“一知半解非常危险”这句话很适合于金融市场。许多股票（或者说大多数的金融资产）价格发生异常变化的原因就在于那些拥有特殊消息来源的资深投资者的交易。当某只股票价格看起来非常低或者非常高时，那种简单的解释——受情绪驱使或者无知的交易者错误地估计了股票价格——通常是错误的。大多数时间里，股价之所以表现异常都有其自身的原因，这也是为什么那些入门级的投资者根据自身研究进行买卖所获得的回报相当差的原因。

从消息灵通中获益

随着入门级的投资者掌握了越来越多的消息，他们就会挖掘出一些被低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估或者被高估的股票，对这些股票的买卖可以在一定程度上弥补其交易成本以及以前失败交易带来的损失。在某些时候，这些投资者从掌握的消息中所获的收益还可能完全抵消其交易成本甚至超过市场回报率。但我们必须注意，这里有一个关键词“可能”，因为实际能够持续获得超额回报的投资者非常少，而且对于那些没有花足够时间分析股票行情的投资者来说，持续获得超额回报的概率就更小了。

尽管选择绩优股、避免垃圾股的道理人人都懂，而且很多投资者也都按照这个原则频繁进行交易，但是我们在第19章已经认识到，人们很容易认为自己的能力高于其他人，表现也优于其他人。投资活动的确吸引了世界上一些最优秀的人才，但是很多人都错误地高估了自己的能力，而低估了其他人的水平。即使你和其他人一样优秀也是不够的，因为交易成本会抵消一部分收益，如果你只具备选择绩优股的平均水平，那么很有可能最后的业绩也会低于市场均值。

1975年，格林·伍德公司的合伙人查尔斯·埃利斯写了一篇很有影响力的名为“失败者的游戏”（The Loser's Game）的文章。在这篇文章里，他提到，如果把交易成本考虑在内，一般的基金经理人业绩必须比市场平均水平高出一定幅度，但是即使是那些作为市场庄家的基金经理人也很难达到如此好的业绩。埃利斯最后总结道：“与基金经理人经常挂在嘴边的战胜大盘相反，他们的业绩实际上并没有超过市场平均水平，而是大盘战胜了他们。”[⊖]

成本如何影响收益

每年2%或者3%的交易成本和管理费用与每年的市场波动相比或许算不了什么，对于那些年均回报率达到20%或30%的投资者来说也只是很小的一部分。但是这些成本对长期资本积累来说却有害无利。第二次世界大战后股票的平均名义回报率为11%，如果花1 000美元买入股票，30年后投资者的总资产就是23 000美元。如果每年的费用为1%，那么最终资产将减少近1/3。如果每年费用增加到3%，那么30年后累计资产仅仅为10 000美元，比市场平均收益的一半还

⊖ Charles D. Ellis, "The Loser's Game," *Financial Analysts Journal*, July/August 1975, p.19.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少。年均成本每增加1%，一个25岁的投资者就可能比在没有该成本时晚退休2年。

消极投资的不断增长

许多投资者都已经认识到由于交易活跃的基金相对于基准值来说业绩欠佳，所以其收益能够与某一主要市场指数收益持平就已经相当不错了。因此，20世纪90年代，消极投资方式不断增长，这类投资者的唯一目标就是其投资业绩能够与某一指数业绩相当。

历史最悠久、最具影响力的指数基金是先锋500指数基金(Vanguard 500 Index Fund)。[一]该基金由具有远见卓识的投资家约翰·伯格创立，1976年初次发行时只筹集到1 140万美元的资本，当时几乎没有人会认为它能够幸存下来。随着时间的推移，指数化投资越来越受到人们的认可，该基金的资产也在1995年年末达到了170亿美元。

在20世纪90年代牛市的最后阶段，指数化投资迅速发展。2000年3月，当标准普尔500指数达到其历史最高点时，先锋基金成为世界上最大的股票基金，拥有资本额超过1 000亿美元。指数化投资如此受欢迎，以至于在1999年的前6个月里，市场近70%的资金都投向了指数基金。[二]2007年，所有先锋500指数基金吸引的资产超过2 000亿美元，但是其中最大的股票共同基金——美国成长基金（American Growth Fund）的资产就达1 850亿美元。[三]

指数基金一个吸引人的地方在于其成本相当低。先锋500指数基金的年均总成本仅为其市值的0.18%（而对于大型机构投资者而言仅为2个基点)。因为借贷证券产生了财产交易技巧和利息收入，所以个人投资者持有的先锋标准普尔500指数基金在过去10年以来回报率仅比指数回报率低9个基点，而机构投资者的回报率则超过了指数。[四]

[一] 在先锋500指数基金问世5年以前，富国银行创立了个股权重相等的指数基金叫做"Samsonite"，但是其资本量较小。

[二] Heather Bell, "Vanguard 500 Turns 25, Legacy in Passive Investing," *Journal of Index Issues*, Fourth Quarter 2001, pp. 8-10.

[三] 先锋基金资产数目包括其向个人和机构投资者开放的500指数基金的所有资产。

[四] 先锋机构指数基金最小投资额为2亿美元，其回报率从1997年7月7日指数创建之初到现在的10年间平均比标准普尔500指数高7个基点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本加权型指数的陷阱

尽管指数化投资在过去取得了辉煌的成就，但是指数化的发展，尤其是那些与标准普尔500指数相联系的基金未来可能会给指数投资者带来麻烦。原因很简单，如果一个公司股票进入了标准普尔500计算范围，导致其股价上升，指数投资者最终持有的股票价格将被高估，从而使得其未来的收益贬值。

股价被高估的一个极端例子是著名的网络公司雅虎。1999年12月，雅虎公司成为标准普尔500的样本公司，图20-3反映了雅虎股票在这段时间内的变化情况。标准普尔在1999年11月30日交易结束后，正式宣布将在12月8日把雅虎纳入计算范围。第二天上午，雅虎股票一开盘就涨了约9美元，股价达到115美元，并在之后的几天内持续上涨，截至12月7日，股价达到174美元。而指数基金为了能够与指数相对应，必须在12月7日那天买入雅虎的股票。这只股票从宣布进入标准普尔500到正式进入只经历了5个交易日，在这短短5天时间内，股价飙升了64%，平均成交量也达到3 700万股，比前30天交易量的3倍还多。12月7日，当指数基金正式买入雅虎股票时，其成交量达到1 320万股，价值220亿美元。

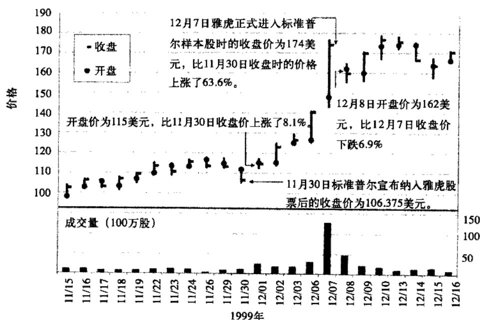


图20-3 雅虎被纳入标准普尔500计算范围前后股价的变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当任何一只股票被纳入某个指数计算范围时，就会发生像雅虎股票一样的情况。当然，股价上涨的平均值比雅虎要小得多。标准普尔在2000年9月发布了一项关于标准普尔指数在纳入新股以后如何影响该股价格的研究报告，报告中提到从标准普尔500指数宣布纳入新股到正式纳入这段时间内，股价平均上涨8.49%。[1]但是在正式纳入指数后的10天，这些股票的跌幅达到3.23%，或者仅为纳入前的1/3。然而，在标准普尔500指数纳入新股一年以后，之前已经入账的损失又会因为股价平均上涨幅度达到8.98%而得到弥补。上述所有的这些股价涨跌都是市场整体变化的结果。最近的一项研究显示，尽管近年来这种因为被纳入指数而发生的股价上涨幅度有所减小，但是标准普尔500指数在宣布纳入新股后，该股价格的上涨幅度仍然超过4%。[2]

基本加权型指数与资本加权型指数

尽管新被纳入标准普尔500指数的股票价格都会被高估，但是投资者重点关注的一些指数如由标准普尔公司、拉塞尔投资公司或者威尔夏公司创建的指数都属于资本加权型指数。这意味着这些指数中的每只股票都是按照其市值进行加权的，或者是目前股票价格乘以未偿付股票份额的数量。最近，大多数这类指数在计算股票份额时都减去了内部持股——包括公司内部人员和政府持有的大量股份——的数量。在许多新兴市场国家，政府所占有的股票份额尤其大。调整以后的股票份额数量被称为全流通股，这里的流通股指可以用于买卖的股票。[3]

资本加权型指数有一些优点。第一，正如在本章前述部分提到的，这些指数代表了所有投资者的平均投资业绩，也就是说如果有一个投资者的业绩超过了该指数业绩，那也就意味着一定有另外一个人的业绩劣于指数业绩。第二，在某些假设情况下，投资者可以根据这些指数平衡其投资风险和收益。

---

[1] Roger J.Bos, *Event Study: Quantifying the Effect of Being Added to an S&P Index*, New York: McGraw-Hill, Standard&Poor's, September 2000.

[2] 参见David Blitzer and Srikant Dash, "Index Effect Revisited," *Standard & Poor's*, September 20, 2004.

[3] 实际上，在那些可以进行交易的股票与不能进行交易的股票之间并没有明显的界限。由指数基金持有的股票的流通性实际上比那些由私人持有的股票流通性差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这意味着在任何给定的风险水平下，这些资本加权型指数可以让投资者获得最高收益；同样地，在任何给定的收益水平下，这些资产组合能保证投资者风险最低。这个特点称为均异效率性（mean-variance efficiency）。

但是这个理想特性适用的假设条件非常苛刻。只有当市场是有效的，即每只股票价格都是企业实际价值的无偏估计时，资本加权型资产组合才是最优的。这并不是说每只股票价格都总是最合适的，但它意味着投资者不可能再获得其他消息来对股票实际价格做一个更为合理的估计。在有效市场条件下，如果一只股票的价格在20～25美元之间，那么该公司潜在价值的变化就大约在25%左右。只有基本面价值能对股票价格的改变产生影响。

但是，正如我们在第9章提到的，除了公司的潜在价值以外，还有其他许多因素可能会影响股价。为了获得流动性而进行的交易、信托或者税收因素以及根据不实消息进行的投机行为都会对股价造成影响。当股价的变化由这些与企业基本面无关的因素引起时，市场价格就充满了“噪音”，不再是公司实际价值的无偏估计，我把这种市场称为“喧闹市场假说”。而且我发现，过去40年来，这种假说是对占据了金融专业研究主要地位的“有效市场假说”的一个很好的补充。

如果喧闹市场假说能够更好地解释市场的运行方式，那么资本加权型指数就不再是投资者能够选择的最佳资产组合方式了。另外一个更好的指数是基本加权型指数，这种指数中的每只股票都是按照该公司的基本金融数据如股利收益、利润、现金流和账面价值等进行加权，而不是股票的市场价值。[⊖]

基本加权指数的计算方式如下：假设用盈利来衡量一个公司的价值，如果E代表指数中所有股票的总体盈利，E_j 代表一家具体公司j的盈利，那么公司j的权重就为E_j/E，即其在总收益中所占的份额。

比如，2006年标准普尔500指数中所有股票的总盈利为7 350亿美元，谷歌的盈利约为30亿美元，那么在一个盈利加权型基本指数中，谷歌的权重就为0.41%。但是，由于谷歌的市盈率是标准普尔500指数中股票平均市盈率的2倍，因此其按照资本加权型指数计算的权重就为0.85%，大约是基本加权型指数的2倍。由于谷歌还没有支付任何股利收益，因此它在股利加权型基本指

⊖ 我在这里可以向读者透露的是，我本人就是智慧树投资公司（Wisdom Tree Investment, Inc）的高级投资策略顾问，这家公司就发行基本加权的ETF。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数中的权重为0。

在一个资本加权型指数中，无论股价达到什么水平，我们都认为投资者不会卖出股票。因为如果市场是有效的，那么股价就代表企业的基本价值，所以买入或者卖出股票都是不被批准的。

但是，在一个基本加权型指数中，如果股价上升，而公司盈利这类基本面因素却没有发生变化，那么投资者就应该卖出股票，直到指数中的股票价值回到原来的水平。相反，当股票价格受到非基本面因素的影响而下跌时，投资者可以以较低的价格买入股票，使得股票价值回到原来的水平。这种类型的买卖叫做重新平衡（rebalancing）基本加权资产组合，一般一年发生一次。

基本加权型指数的其中一个优点就是可以避免"泡沫"。泡沫指的是代表公司价值的股利、盈利或者其他客观衡量标准没有上涨时，股票价格却在短时间内大幅上涨的现象。正如1999年和2000年早期，由于投资者相信高科技公司和互联网公司的利润会飙升，所以导致其价格上升到了一个超乎寻常的高度。此时，任何一个奉行基本加权资产组合策略的投资者都会卖出这些股票，而任何一个奉行资本加权资产组合策略的投资者都会继续持有这些股票，因为有效市场假说认为任何上涨都是合理的。

我们应该注意到基本加权型指数并不能确认哪只股票价格被高估或者低估了。它是一种"消极"投资指数，个股的买卖也都是根据预先决定好的准则。但是如果我们假设股票价格由喧闹市场假说决定，那么买入股票的资产组合平均价格的下降幅度将低于公司基本面的下降幅度，而卖出股票的资产组合平均价格的上升幅度也将高于公司基本面的上升幅度，所以与资本加权型指数相比，基本加权型指数回报率较高，而风险较低。⊖

基本加权型指数投资的历史

基本加权型指数投资产生于国际市场。20世纪80年代，日本陷入股市泡沫，许多在世界范围内分散投资的投资者试图寻求一种连贯的方式降低日本股票的

⊖ Robert D.Arnott, Jason C.Hsu, and Philip Moore, "Fundamental Indexation," *Financial Analyst Journal* vol. 61, no. 2(March/April 2005). Also Social Science Research Network(SSRN).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权重。那时候，摩根士丹利资本国际（MSCI）建立了一种国际指数，用每个国家的GDP而非市值来进行加权，这种方式有效地降低了日本股票的权重。[⊖]

1987年，高盛公司定量资产管理部的罗伯特·琼斯创建了一只美国股票指数，该指数中每只股票按照其公司利润加权。琼斯把他的策略称为“经济投资”，因为指数中每家公司的比例都与其在经济中的重要性而非资本市值联系起来。[⊜]之后，Global Wealth Allocation的创建者和首席执行官大卫·莫里斯又设计了另外一种投资策略，将几个基本因素综合成为一个“财富”变量。[⊜]

2003年，保罗·伍德和理查·伊万斯公布了其根据基本面因素方法对100家最大公司的利润加权指数评估的研究结果。[⊜]2005年早期，锐联资产管理有限公司（Research Affiliates）主席罗伯特·阿诺特和其合伙人许仲翔（Jason Hsu）、菲利浦·莫尔在《金融分析师期刊》上发表了一篇名为“基本指数化”的文章，文章揭示了资本加权型指数的缺陷，并详细分析了基本加权策略。[⊛]2005年12月，由Powershares发行的第一只基本加权型ETF与锐联资产管理有限公司根据公司销售额、现金流和账面价值创建的一个指数相匹配。[⊗]6个月以后，智慧树投资公司（Wisdom Tree Investments）发行了20只以股利收益为基础的ETF，紧接着在2007年又发行了6只以公司盈利为基础的ETF。

支持基本加权型指数化投资的历史证据很多。从1964年到2005年，所有美国股票的股利加权型指数每年的复利年均回报率为11.88%，比类似的资本加权型指数回报率高123个基点，而且该股利加权型指数的波动性和β值都比资本加权型指数小。不仅仅是美国，其他国家的基本加权型指数的业绩也比较出色，波动性较低。特别是，从1996年到2005年，股利加权型指数MSCI EAFE每年的回报率比EAFE指数高出5.5个百分点。[⊕]

⊖ Henry Fernandez, “Straight Talk,” *Journal of Indexes*, July/August 2007.

⊜ Robert Jones, “Earnings Basis for Weighting Stock Portfolios,” *Pensions and Investments*, August 6, 1990.

⊜ 如果要查看完整的FTSE/GWA指数规则，请参看www.ftse.com/Indices/FESE_GWA_Index_Series/ Downloads/FTSE_GWA_Index_Rules.pdf。

⊜ Paul C.Wood and Richard E.Evans, “Fundamental Profit-Based Equity Indexation,” *Journal of Indexes*, Second Quarter 2003.

⊛ Arnott, Hsu, and Moore, “Fundamental Indexation.”

⊗ 要了解关于FTSE/RAFI指数计算方法的详细情况，请参见www.ftse.com/Indices /FTSE_RAFI_Index_ Series/2006Downloads/FTSE_RAFI_Indexrules.pdf。

⊕ 在www.wisdomtree.com还可以找到更多的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本加权型指数的长期业绩主要取决于其价值组合策略的重点。相对于资本加权型指数而言，那些股利收益较高而市盈率较低的股票应该在基本加权型指数中占有较大比重。基本加权型指数比起那些仅由价值型股票组成的资产组合来说，其风险分散能力更强，而且从历史上看，基本加权型指数的风险-回报分配更加均衡。在任何一种情况下，对于长期投资者而言，基本加权型指数的优点都能够与资本加权型指数相当甚至胜出。

小结

交易活跃的股票基金在过去的业绩并不令人满意。因为大多数基金需要缴纳的费用过高，所以投资者不能获得高额回报，这减缓了投资者财富积累的速度。而且，投资者很难确定其基金经理人是否优秀，因为在所有成功投资的案例中都不乏运气的成分。

当我们将成本考虑在内时，大部分交易活跃的管理基金业绩都劣于基准指数业绩。所以，指数基金——分为资本加权型和基本加权型——是长期投资者积累财富的一个相当不错的选择。

但是资本加权型指数过去的成功并不意味着它一直都是投资者的最佳选择。指数基金，特别是那些与标准普尔500指数相联系的指数基金的广泛流行导致新纳入指数的股票的价格飙升，而这将降低股票的未来收益。

基本加权型指数资产组合的发展或许可以弥补资本加权型指数的不足。特别是当股票价格按照喧闹市场假说而非有效市场假说变化时，基本加权型指数的优势更加明显。如果一些投资者长期以来选择的股票都是错误的，那么他们反而有可能实现“战胜大盘”的目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第21章
Chapter21

构建长期成长型资产组合

现在的情况可能会被长期所误导。在未来足够长的时间内，我们都会死去。如果经济学家在风雨飘摇的日子里只能告诉我们这场市场风暴什么时候会过去，大海重新恢复平静的话，经济学家的任务也就太简单了。

——约翰·梅纳德·凯恩斯，1924年[⊖]

我最喜欢的持有期限是永远。

——沃伦·巴菲特，1994年[⊜]

没有人会反对凯恩斯所说的“在未来足够长的时间里，我们都会死去”这句话。但是我们应该把长期趋势作为当前行为的一个指向标。那些在比较艰难的时候还对未来保持乐观态度的人最终可能成为成功的投资者。正如凯恩斯所言，大海在暴风雨过后将会重新恢复平静，而这种信念并非毫无益处，它将极大地鼓舞士气。

投资实践

要成为一个成功的投资者，理论上非常简单，但是实际操作起来就不是那么容易了。成功投资的理论之所以简单，是因为任何一个投资者，无论其

⊖ John Maynard Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, London: Macmillan, 1924, p. 80.

⊜ Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News&World Report*, June 20, 1994, p. 58.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

智力、判断力或者财务状况如何，都可以买入并持有一个股票资产组合，而不需要任何推断能力。但是实践中要做到这一点却很难，因为我们很容易受到情绪化的影响，从而误入歧途。那些在股市上迅速积累财富的投资传奇往往会诱使我们偏离长期投资的轨道。

选择性记忆也会带领我们走向错误的方向。某些紧盯市场的投资者往往会叫嚣道："我就知道股票（或者市场）一定会上涨！如果当初按照我自己的判断行动的话，我早就发大财了！"但是事后聪明通常是没什么用的。我们都忘记了在做决策时的犹豫不决。马后炮的想法常常会让我们扭曲过去的经验，影响我们的判断，促使我们凭直觉行动，认为自己要比其他投资者聪明，而对方恰恰也怀着同样的想法。

对于大多数投资者来说，按照这样的方法进行投资往往会带来灾难性的结局。我们冒的风险太大了，交易成本过高，还发现自己的情绪通常受到当前行情的影响——市场下跌时就心情沮丧，市场上扬时则十分兴奋。最终，我们走向了错误的方向，导致最后获得的收益甚至比我们原地不动所获得的收益还要低。

成功投资指南

要想在股票投资上获得较好的收益，需要长期关注市场并制定一个严格的投资策略。以下列举的原则来自于本书的研究，能让新入门的投资者和季节性的投资者实现自己的投资目标。

将你对股票回报率的预期降到与历史水平保持一致。从历史上看，过去两个世纪以来排除通货膨胀因素以后的股票回报率大约为6.8%，平均市盈率为15倍。

包含再投资的股利收益在内的6.8%的年均回报率将会使你的股票资产组合的购买力在每10年内翻一番。如果通货膨胀率维持在2%～3%以内，每年的股票名义回报率将达到9%～10%，而这将使你的股票资产组合的货币价值在每7～8年内翻一番。

尽管这个数字从长期来看已经非常不错了，但是股票回报率仍然与公司收益密切相关。在第7章，我们已经认识到股票市场的长期实际回报率是通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率的倒数——盈利收益率来衡量的。6.8%的股票回报率相当于15倍的市盈率。

但是我们并没有理由相信15倍的市盈率对于股票价格来说就是最合适的。第8章提到，已经有一些合理的经济学原理可以用来解释未来股票市场的市盈率上升的原因。交易成本的下降、多样化资产组合向世界范围内的扩展以及宏观经济稳定性的增强都可能促使投资者花更多的钱投资股票，从而抬高股票价格，也许股票未来的市盈率会达到20倍。如果股价果真达到那个水平并且保持不变，那么股票未来的实际回报率在排除了通货膨胀因素以后就会下降到年均5%的水平，但是该回报率仍然高于债券回报率。

股票的长期回报率将比短期回报率稳定。与债券不同的是，股票长期投资可以让投资者避免高通货膨胀带来的损失。因此，随着一个投资者投资远见的增强，股票应该占其资产组合的绝大部分比重。

资产组合中股票所占比例取决于不同的经济环境。但是根据历史数据来看，一个拥有长期投资眼光的投资者所持有的股票应该在其资产组合中占据相当大的比例。第2章已经说明，如果持有期限达到或者超过20年，股票与标准公司债券或者政府债券相比，回报率较高，而且风险也较低。

长期内唯一一种没有风险的金融资产是政府通货膨胀保值债券（treasury inflation-protected securities，TIPS）。最近几年，这类债券的实际回报率在2%～3%之间浮动，比股票的年均历史回报率低4%左右。股票和债券回报率之间的差价被称为溢价，从历史上可得的数据来看，所有国家都存在股票溢价。

应该将资产组合中的大部分资金投资于全球化的低成本股指基金。

第20章谈到自1971年以来，像威尔夏5 000和标准普尔500这样的全球化指数的业绩就优于近2/3共同基金的业绩。如果一个指数投资者持有的指数基金每年都与市场相匹配，那么从长期来看，其股票回报率很有可能是最高的。

要想让自己的股票回报率与主要股票指数相当，有很多种方法。20世纪90年代以来，ETF和指数共同基金都在持续增长，这两种投资方式的回报率都与其相对应的指数回报率相差无几，而且换手率较低，还拥有其他投资方式无法比拟的税收优势。而那些持有资本加权型指数基金的投资者应该保证其年均支出比率小于0.20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外国股票——目前总部不设在美国的外国公司股票——应该占股票资产组合1/3的比重。经济增长较快国家的股票价格通常被高估，所以投资者的回报率反而比较低。

如今美国拥有的股票资本仅占世界股票资本总额不到一半的比重，而且这个比例还在不断地快速下降。在经济全球化发展的今天，持有外国股票逐渐变成一种必需的投资方式。今后，公司总部的地理位置对于投资者来说越来越不重要，重要的是公司出售的是何种产品，在哪里出售，以及将产品出售给谁。

正如第10章提到的，基于历史数据的传统风险-回报分析指出，股票投资组合中1/3的资金应该投向那些总部不设在美国的外国公司股票。尽管各个国家股票回报率之间的短期联系在不断增强，但是全球化资产分散组合仍然具有吸引力。在对所有国家的金融市场进行研究以后，我们发现过去一个世纪以来，股票回报率显著高于债券和其他固定收益资产的回报率。但是第9章的研究告诉我们，千万别因为高估那些经济增长速度较快国家的股票回报率而为之付出高额的购买成本。

从历史上看，价值型股票——市盈率较低、股利收益率较高的股票——比起成长型股票，拥有较高的回报率和较低的风险。投资者应该将投资组合的重心放在价值型股票上，多购买那些价值型股票的指数组合或者最近更为流行的基本加权型指数基金。

第9章向我们展示了过去50年来市盈率较低而股利收益率较高的股票业绩都超过了市场平均水平，而且其风险也较低。造成该情形的其中一个原因是股票价格通常会受到与其实际价值无关的诸多因素的影响，如市场流动性和税收驱动下的交易成本、建立在小道消息基础上的投机行为以及动量交易者的买卖行为。在这些情况下，股票价格与其基本面之间的联系减少，从而使投资回报和风险组合的总体效益上升。

投资者可以通过买入低成本的价值型股票的多样化组合或是最近发展起来的基本加权型指数基金——这种指数基金根据每只股票的股利或者利润分配比例而非市值来确定其权重——充分利用股票价格暂时偏离其实际价值带来的好处。从历史上看，基本加权型指数比起资本加权型指数，其回报率较高，而风险较低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，制定一个严格的准则以确保自己的投资组合方式有迹可寻，特别是如果你发现自己经常会受到情绪影响的话，这个准则就更加重要。如果你对市场变化非常敏感，不妨坐下来重新阅读本书的第1章。

投资者的情绪波动对股价的影响几乎总会使其超过基本价值。所有人都认为牛市即将来临时，投资者就容易冲动买入大量股票；而当所有人都对股市持悲观态度时，投资者则倾向于抛空股票。任何一个投资者想要置身于股市的总体气氛之外是非常困难的，但是频繁进出市场的投资者往往收益不佳。第19章说明了行为金融学如何帮助投资者理解并避免容易导致股市业绩下滑的一般心理陷阱。第1章和第2章则告诉投资者应该将注意力放在股市风险和回报的总体趋势上。

计划的执行与投资顾问的作用

我写本书是为了讨论投资者究竟应该对股票和债券的回报率报有多大的预期以及分析影响股票回报率的主要因素。许多投资者把本书当成选股以及构建投资组合的DIY指南，但其实了解正确的投资方式并不代表实际中你就能执行该策略。正如彼得·伯恩斯坦在本书推荐序中所说的那样，在通往成功投资的路上会有许多陷阱，使投资者不能达到其预定的目标。

交易中经常出现的第1个陷阱是投资者企图“战胜大盘”。许多投资者知道在未来12个月内股价将会翻一番甚至两番时，就不满足于10%的股票年均回报率了。当然，能发掘到这种优质股是非常幸运的事，许多人做梦都想买到下一个崛起的大公司的股票。但是，证据显示，这类投资者往往会因为交易成本过高或者选择的时机不对而遭受损失。

那些个股投资失败的投资者往往会选择共同基金以寻求更高的回报率，但是投资共同基金其实也会遇到同样的问题。过去业绩非常优秀的热门基金经理人为了战胜大盘会继续选择那些热门股票，结果，许多投资者到最后所获得的回报率与他们投资个股获得的回报率相同，甚至还低于市场平均回报率。

有些投资者最后放弃了选择最优的共同基金，转而实施一种更为复杂的策略。他们试图通过判断市场周期变化来战胜大盘，但是令人吃惊的是，那些消息最灵通的投资者最容易掉入这个陷阱之中。金融新闻、消息和相关评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论越来越多地充斥在周围，我们要避开这些观点的影响非常困难。因此，人类本能使得许多投资者在市场低迷时产生恐惧而在市场繁荣时变得贪婪。

许多投资者试图抵制这种诱惑。那些明智的人可能会说"坚持到底"，但是当一个人听见周围许多人，包括一些受人推崇的"专家"都在建议投资者尽快退出市场时，他要想继续坚持不动摇是非常困难的事情。跟随其他人的行动比特立独行要容易得多。正如凯恩斯在《通论》中所说的："世俗的智慧告诉我们，遵从传统情况下的失败比非传统的成功要好得多。"⊖与众人背道而驰非常困难，因为在听从所谓"专家"的建议之后与大家一起分享失败要比在否定其他人的意见以后遭受失败更容易被人接受。

上述一切对于本书的读者意味着什么？适当的投资策略不仅仅是一次智力上的挑战，也是一次心理上的挑战。与生活中的其他挑战一样，求助于专家的帮助从而建立一个较好的多样化投资组合是投资者的最佳选择。如果你决定寻求专家的帮助，那么我希望你能找到一个同意我在本书中提到的多样化分散投资和长期投资基本原则的专业投资顾问。所有投资者都应该努力避免掉入投资陷阱并从股票投资中获得充足的收益。

小结

股票市场是令人热血澎湃的，其每天的股价变化都占据着金融媒体的头条，并导致数10亿美元资本的流动。

但股票市场绝不仅仅是资本主义的标志，也不仅仅是财富的存储器。现在世界上每个国家——无论是资本主义国家还是社会主义国家——都建立了股票市场。这些国家的股票市场是世界资本流动的推动力，也是经济增长的基本要素，还是提高全球工人和投资者生活水平的关键。本书的主要观点是：**股票是长期内财富积累的最佳方式**。不管是在1994年出版本书的第1版时还是现在，这个基本观点是不变的。

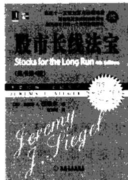
⊖ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, New York: Harcourt, Brace&World, 1965, First Harbinger Edition, p. 158.（该书最初于1936由Macmillan & Co.出版）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HZ BOOKS 华章经管

华章经典·金融投资系列丛书
珍藏版重装上市

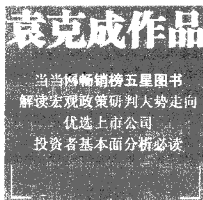




1	978-7-111-30250	江恩华尔街45年（珍藏版）	威廉 D. 江恩	36.00元
2	978-7-111-30248	如何从商品期货交易中获利（珍藏版）	威廉 D. 江恩	58.00元
3	978-7-111-30247	漫步华尔街（珍藏版）	伯顿 G. 马尔基尔	48.00元
4	978-7-111-30244	股市晴雨表（珍藏版）	威廉·彼得·汉密尔顿	38.00元
5	978-7-111-30251	以交易为生（珍藏版）	亚历山大·埃尔德	36.00元
6	978-7-111-30246	专业投机原理（珍藏版）	维克托·斯波朗迪	68.00元
7	978-7-111-30242	与天为敌（珍藏版）	彼得 L. 伯恩斯坦	45.00元
8	978-7-111-30243	投机与骗局（珍藏版）	马丁 S. 弗里德森	36.00元
9	978-7-111-30245	客户的游艇在哪里（珍藏版）	小弗雷德·施韦德	25.00元
10	978-7-111-30249	彼得·林奇的成功投资（珍藏版）	彼得·林奇	38.00元
11	978-7-111-30252	战胜华尔街（珍藏版）	彼得·林奇	48.00元
12	978-7-111-30604	投资新革命（珍藏版）	彼得 L. 伯恩斯坦	36.00元
13	978-7-111-30632	投资者的未来（珍藏版）	杰里米 J. 西格尔	42.00元
14	978-7-111-30633	超级金钱（珍藏版）	亚当·史密斯	36.00元
15	978-7-111-30630	华尔街50年（珍藏版）	亨利·克卢斯	38.00元
16	978-7-111-30631	短线交易秘诀（珍藏版）	拉里·威廉斯	38.00元
17	978-7-111-30629	股市心理博弈（珍藏版）	约翰·迈吉	58.00元
18	978-7-111-30835	赢得输家的游戏（原书第5版）	查尔斯.D.埃利斯	36.00元
19	978-7-111-30978	恐慌与机会：如何把握股市动荡中的风险和机遇	史蒂芬·韦恩斯	36.00元
20	978-7-111-30606	股市趋势技术分析（第9版）（珍藏版）	罗伯特 D. 爱德华兹	78.00元
21	978-7-111-31016	艾略特波浪理论：市场行为的关键（珍藏版）	小罗伯特·鲁格劳特·普莱切特 阿尔弗雷德·约翰·弗罗斯特	38.00元
22	978-7-111-31377	解读华尔街（第5版）	杰弗里 B. 利特尔	48.00元
23	978-7-111-30635	蜡烛图方法（珍藏版）	斯蒂芬 W. 比加洛	32.00元
24	978-7-111-29194	期权投资策略（第4版）	劳伦斯 G. 麦克米伦	128.00元
25	978-7-111-30628	通向财务自由之路（珍藏版）	范K.撒普	48.00元
26	978-7-111-32473	向最伟大的股票作手学习	约翰·波伊克	36.00元
27	978-7-111-32872	向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资	劳伦斯A.坎宁安	38.00元
28	978-7-111-33175	艾略特名著集（珍藏版）	小罗伯特 R. 普莱切特	32.00元
29	978-7-111-35212	技术分析（第4版）	马丁 J. 普林格	65.00元
30	978-7-111-28405	彼得·林奇教你理财	彼得·林奇 约翰·罗瑟查尔德	36.00元
31	978-7-111-29374	笑傲股市（第4版）	威廉·欧奈尔	58.00元
32	978-7-111-30024	安东尼·波顿的成功投资	安东尼·波顿	28.00元
33	978-7-111-35411	日本蜡烛图技术新解	史蒂夫·尼森	38.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上海证券交易所特约讲师（主讲《年报专题》）
深圳证券交易所特约作者（主笔《创业板投资28讲》）
《上海证券报》前上市公司部主任



轻轻松松读懂年报
牛熊转换之际——排雷避险，全身而退
泥沙俱下之时——挖掘价值，股市淘金



明明白白看年报投资者必读
（第3版）

ISBN:978-7-111-30433-3
定价：35.00元
出版时间：2010-5

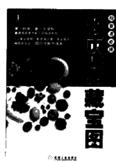
国内第一本教股民正确理解股市新闻的图书
新增14个章节，隆重推出第2版



看懂股市新闻投资者必读
（第2版）

ISBN:978-7-111-26782-9
定价：32.00元
出版时间：2009-4

第一时间，第一手资料，普通投资者也能占尽投资先机



股市信息藏宝图

ISBN:978-7-111-26789-8
定价：32.00元
出版时间：2009-4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






华章书院俱乐部反馈卡

所有以邮寄，传真等方式登记，并意愿加入者均可成为普通会员，并可以享受以下服务。

- 免费电子邮件通知当月出版新书
- 共同享有读华章论坛会员交流平台
- 享受华章书院定期组织的各种活动
  （包括会员联谊活动专家讲座行业精英论坛等）
- 优先得到读华章书目
- VIP会员享受全年12本最新出版精品书籍阅读

华章经管微博： http://weibo.com/hzbook
华章经管博客： http://blog.sina.com.cn/hzbook

◎反馈方式◎

网络登记：

登陆 ***www.hzbook.com***，在网站上进行反馈卡登记。

传　　真：

将此表填好后，传真到 010-68311602

邮　　寄：

将填好的表邮寄到：100037 北京市西城区百万庄南街1号309室　闫 南　收

个人资料（请用正楷完整填写，并附上名片）

姓名:______ 性别:□男 □女 年龄:___ 联系电话:________ 手机:______________

E-mail:____________________________ 邮政编码:________ 传真:________

通讯地址:____________________________ 就职单位及部门:______________

职　务: □董事长/董事　□总裁/总经理　□副总裁/副总经理　□高级秘书/高级助理
□职员　□政府官员　□专业人员/工程人员　□其他（请注明）__________

学　历: □高中　□大专　□本科　□研究生　□研究生以上

所购书籍书名: ______________________________

您是否愿意支付500元升级为VIP会员，享受全年12本最新出版精品书籍阅读？

□愿意　　□不愿意，原因 ______________________________

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一本最值得反复阅读的投资书
因为历史只有一个投资数据样本

"有史以来最好的10本投资书之一。"

——《华盛顿邮报》

"绝对是本伟大的书。"

——《福布斯》

"年度十大畅销商业图书之一。"

——《商业周刊》

"这本书应该是所有熟练投资者以及初级投资者的案头重点书。"

——《巴伦周刊》

Stocks for the Long Run

"西格尔对于股票的论述不仅让人眼界开阔，而且令人信服。"

——《今日美国》

"精确的文字、清晰的思路揭开了投资活动的神秘面纱。"

——约翰·伯格，先锋集团创始人

Mc Graw Hill McGraw-Hill 全球智慧中文化 http://www.mheducation.com

客服热线：
(010) 68995261, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com







定价：48.00元